

**CENTRO UNIVERSITÁRIO CURITIBA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO
MESTRADO EM DIREITO EMPRESARIAL E CIDADANIA**

GABRIEL ZUGMAN

**A OBRIGAÇÃO DA COMPANHIA ABERTA DE REPARAR OS DANOS
CAUSADOS AOS INVESTIDORES POR FALHA NO DEVER DE INFORMAR: O
CASO PETROBRAS NO BRASIL E ESTADOS UNIDOS**

**CURITIBA
2018**

GABRIEL ZUGMAN

**A OBRIGAÇÃO DA COMPANHIA ABERTA DE REPARAR OS DANOS
CAUSADOS AOS INVESTIDORES POR FALHA NO DEVER DE INFORMAR: O
CASO PETROBRAS NO BRASIL E ESTADOS UNIDOS**

**Dissertação apresentada ao Programa de
Mestrado em Direito Empresarial e
Cidadania do Centro Universitário Curitiba
- UNICURITIBA, como requisito parcial
para obtenção do Título de Mestre em
Direito.**

**Orientador: Professor Doutor Sandro
Mansur Gibran.**

**Coorientador: Professor Doutor Francisco
Cardozo Oliveira.**

**CURITIBA
2018**

GABRIEL ZUGMAN

**A OBRIGAÇÃO DA COMPANHIA ABERTA DE REPARAR OS DANOS
CAUSADOS AOS INVESTIDORES POR FALHA NO DEVER DE INFORMAR: O
CASO PETROBRAS NO BRASIL E ESTADOS UNIDOS**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Centro Universitário Curitiba, como exigência parcial para obtenção do grau de Mestre em Direito Empresarial e Cidadania, pela Banca Examinadora formada pelos professores:

Orientador:

Prof. Dr. Sandro Mansur Gibran
Centro Universitário Curitiba - UNICURITIBA

Coorientador:

Prof. Dr. Francisco Cardozo Oliveira
Centro Universitário Curitiba - UNICURITIBA

Membro Externo:

Prof. Dr. Oksandro Gonçalves
Escola de Direito da Pontifícia Universidade
Católica do Paraná - PUCPR

Membro Externo:

Prof. Dr. Eduardo Oliveira Agostinho
Decano da Escola de Direito da Pontifícia
Universidade Católica do Paraná - PUCPR

Curitiba, 6 de junho de 2018.

Aos milhares de investidores brasileiros do mercado de capitais que (ainda) não foram ressarcidos pelos prejuízos sofridos em decorrência da prática de ilícitos pelas companhias abertas.

AGRADECIMENTOS

À minha esposa Maiana, psicóloga da vara de família de Curitiba que, diariamente, lida com questões humanas muito mais complexas e delicadas do que a investigação pretendida neste trabalho. Agradeço a divisão da mesa de estudos enquanto desenvolvia sua dissertação de Mestrado em Psicologia na Universidade de São Paulo e as valorosas contribuições que fez a este trabalho a partir de seu olhar crítico de pesquisadora.

Aos meus queridos pais Ari e Noêmia, por tudo, em especial pelo apoio na minha formação e na minha escolha em cursar Direito.

Ao meu querido avô Saul Chunny Zugmann Z"l, eterno incentivador do constante aprimoramento acadêmico e profissional de todos os netos.

Aos meus sócios no escritório DMGSA – Domingues Sociedade de Advogados Nereu Domingues, Regiane Jenkins, Cláudio Batista, Patrícia Kaminagakura e Raimundo Batista, pela compreensão face às ausências em virtude dos compromissos acadêmicos assumidos e incentivo em nos tornarmos advogados comprometidos com a cultura acadêmica aliada à realidade.

Ao “Caríssimo” Professor Doutor Sandro Mansur Gibran, por ter me aceitado como seu orientando e por ser realmente um Mestre na acepção etimológica da palavra, pessoa dotada de excepcional saber, competência e talento no magistério do nosso Direito Empresarial. Ao meu coorientador Professor Doutor Francisco Cardozo Oliveira, pelas excelentes aulas no Mestrado nas quais demonstrou como o estudo do Direito pode ser realizado com seriedade, mas também com leveza e bom-humor. Ao Professor Doutor Oksandro Gonçalves, da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, pelas valiosas contribuições para este trabalho e pela aceitação do convite em fazer parte desta banca. Ao Decano da Escola de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Professor Doutor Eduardo Oliveira Agostinho, por sua honrosa presença nesta banca de defesa, elevando ainda mais sua já altiva composição.

“O golpe fatal ao saber convencional vem quando as ideias convencionais fracassam ao tentarem lidar com alguma contingência para a qual a obsolescência as tornou irrefutavelmente inaplicáveis. Mais cedo ou mais tarde este deve ser o destino das ideias que perderam sua relação com o mundo.”

(JOHN KENNETH GAILBRAITH)

RESUMO

O presente trabalho tem o propósito de investigar conceitos relacionados à importância das informações divulgadas pelas companhias abertas aos investidores do mercado de capitais, os possíveis efeitos decorrentes do descumprimento desse dever de informar, a eventual responsabilidade da companhia aberta, a pessoa jurídica em si, de reparar os danos causados aos investidores e os remédios jurídicos que a legislação brasileira oferece para tanto. Este trabalho tem a intenção de analisar de forma prática e comparada o tratamento dado ao tema nos Estados Unidos e no Brasil, visando identificar os pontos de aproximação e afastamento entre as duas jurisdições a partir da análise do caso concreto de falha informacional envolvendo a Petrobras, que culminou na celebração de acordo financeiro pela companhia com os investidores estadunidenses e a não mesma sorte atribuída aos investidores brasileiros. Por fim, eventualmente apresentar recomendações de possíveis aprimoramentos à temática no Brasil, visando o atingimento de uma legislação e sua aplicação de modo a privilegiar a eficiência do mercado e a punição de ilícitos praticados em seu seio.

Palavras-chave: mercado de capitais, dever de informação, responsabilidade da companhia aberta, *class actions*, indenização a investidores.

ABSTRACT

The present work has the purpose to investigate concepts related to the importance of the information disclosed by public companies to the investors of capital markets, the potential effects that may occur due to the noncompliance of the duty of disclosure, the eventual liability of the public company, the legal entity per se, to repair the damages caused to the investors and the legal remedies that the Brazilian legislation offers to do so. This work intends to analyze in a practical and comparative manner the treatment given to the subject in the United States and Brazil, aiming at identifying the points of approximation and distance between the two jurisdictions, based on the analysis of the practical case involving disclosure failure by Petrobras that culminated in the conclusion of a financial settlement by the company with US investors and not the same fate attributed to Brazilian investors. Finally, to eventually present recommendations for possible improvements to the subject in Brazil, aiming at the achievement of legislation and its application in order to favor market efficiency and the punishment of illicit practices within it.

Key words: capital markets, duty of disclosure, liability of public company, class actions, indemnity to investors.

SUMÁRIO

RESUMO	7
ABSTRACT	8
1 INTRODUÇÃO	9
2 O DEVER DE INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS	13
2.1 A FUNÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS PARA O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.....	13
2.2 A IMPERFEIÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS E A NECESSIDADE DE MECANISMOS DE PROTEÇÃO AOS INVESTIDORES MINORITÁRIOS	17
2.3. A REGULAÇÃO DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	24
2.4 <i>ENFORCEMENT</i> PÚBLICO E PRIVADO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	36
3 ELEMENTOS DO DEVER DE REPARAÇÃO DE DANOS CAUSADOS A INVESTIDORES POR COMPANHIAS ABERTAS	46
3.1 LEGITIMIDADE ATIVA DO ACIONISTA: A QUESTÃO DO DANO DIRETO X DANO INDIRETO.....	46
3.2 LEGITIMIDADE PASSIVA DA COMPANHIA	61
3.3 ANÁLISE CRÍTICA DE ARGUMENTOS CONTRÁRIOS À INDENIZAÇÃO DE INVESTIDORES PELA COMPANHIA.....	68
3.3.1 Circularidade	68
3.3.2 Dupla circularidade.....	70
3.3.3 Inexistência de dano	72
3.3.4 O investidor assumiu o risco	73
4 REPARAÇÃO A INVESTIDORES NOS ESTADOS UNIDOS E BRASIL: ANÁLISE DO CASO PETROBRAS	77
4.1 O CASO PETROBRAS	77
4.2 REPERCUSSÕES DO CASO PETROBRAS NOS ESTADOS UNIDOS	86
4.3 REPERCUSSÕES DO CASO PETROBRAS NO BRASIL.....	90
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	94
REFERÊNCIAS	96
BIBLIOGRAFIA	106

1 INTRODUÇÃO

O tema deste trabalho surgiu a partir de consultas realizadas por clientes do escritório de advocacia em que atuo acerca de eventuais medidas que poderiam ser propostas em face da Petrobras em virtude da forte desvalorização da cotação das ações a partir dos ilícitos revelados pela operação Lava Jato.

O tema é relevante do ponto de vista econômico, eis que a Petrobras, pelo menos até poucos dias da finalização desta dissertação, ocupava o posto de companhia aberta com maior valor de mercado na bolsa brasileira e também maior volume de operações. Do ponto de vista social, porque dezenas de milhares de investidores aportaram suas economias nesta companhia e sofreram perdas financeiras significativas. O tema é atual, diante dos recentes acordos celebrados pela Petrobras nas *class actions* norte-americanas e tem suscitado intensos debates doutrinários no Brasil, gerando uma profusão de artigos, trabalhos acadêmicos e livros sobre o tema.

Diversos os questionamentos e as consequências jurídicas que advêm da conclusão a que se chegue quanto à possibilidade ou não de a companhia figurar como ré em demandas propostas por investidores em função de danos diretos sofridos por falha no dever de informar, mormente em função dos efeitos no mercado de capitais, *enforcement*, e seriedade perante os investidores estrangeiros que levam em consideração tais elementos ao alocarem seus recursos, em especial em países emergentes como Brasil.

Entende-se que o tema escolhido adere à Linha de Pesquisa 1 do Mestrado em Direito Empresarial e Cidadania desta casa, que se intitula “Obrigações e Contratos Empresariais: responsabilidade social e efetividade”, ao tempo em que se presta a analisar obrigação decorrente de uma relação jurídica inserida no ramo do Direito Empresarial (aquisição de valores mobiliários no mercados de capitais), bem como visa investigar a efetividade do sistema brasileiro de proteção aos investidores do mercado de capitais.

Por fim, compreende-se que os conhecimentos, questionamentos e propostas desenvolvidos com a presente pesquisa ultrapassam a discussão acadêmica e possuem relevância prática.

O tema escolhido foi delimitado à análise da legislação, doutrina e estudo de casos ocorridos no Brasil e Estados Unidos em que acionistas do mercado de capitais pleitearam indenização de companhias abertas por prejuízos diretos a si causados em virtude de falha no dever de informar, com especial destaque para o caso envolvendo a Petrobras.

O problema jurídico objeto de investigação neste trabalho pode ser sintetizado na seguinte questão: é possível, pela legislação brasileira, a companhia aberta figurar como ré em demanda reparatória proposta por investidor do mercado de capitais com fundamento na falha do dever de informar?

O objetivo geral deste trabalho é verificar porquê nos Estados Unidos se permite aos investidores demandar diretamente a companhia aberta (e não apenas os seus administradores) em virtude de danos diretos causados por falha no dever de informar, e porquê naquele país há a celebração de acordos de reparação em valores milionários aos investidores.

Exemplificando com o emblemático caso Petrobras, o objetivo geral deste trabalho é investigar a resposta para a seguinte questão: se os danos causados aos investidores que compraram ADR's da Petrobras nos Estados Unidos e ações da companhia na B3 são os mesmos e apoiados no mesmo fundamento de falha no dever de informar, por que no Brasil não ocorre reparação a investidores e nos Estados Unidos sim?

O presente trabalho tem por objetivos específicos investigar: (i) conceitos relacionados à importância das informações divulgadas pelas companhias abertas aos investidores do mercado de capitais; (ii) os possíveis efeitos decorrentes de falha no cumprimento desse dever de informar, em especial na esfera jurídica do investidor; (iii) se a companhia aberta, a pessoa jurídica em si, é responsável pelo dever de reparar os danos diretos causados aos investidores; e (iv) os remédios jurídicos que a legislação brasileira oferece para tanto. Por fim, eventualmente apresentar recomendações de possíveis aprimoramentos à temática no Brasil, visando um ambiente comercial que efetivamente proteja o investidor e garanta o ressarcimento por prejuízos diretos causados pelas companhias abertas pela falha no dever de informar.

A metodologia eleita é aquela proposta pelos professores do Centro Universitário Curitiba José Edmilson de Souza-Lima e Sandra Maciel-Lima em sua obra intitulada "Entornos e contornos do conhecimento jurídico" (Curitiba: Editora

Prismas, 2016), qual seja, uma combinação de racionalismo aplicado (método dedutivo) inseparável de um empirismo reflexivo (método indutivo). Deste consórcio, pretende-se que emergja um conhecimento que não se pretende nem distante do mundo concreto, nem afastado do mundo reflexivo que caracteriza a investigação acadêmica. Foram utilizados para a construção do projeto e da dissertação: (i) pesquisa legislativa e normativa do tema, leis especiais aplicáveis, disciplina constitucional do objeto de estudo no Brasil; (ii) pesquisa doutrinária em livros, artigos especializados, em repertórios físicos e virtuais; e (iii) estudo do caso envolvendo falha no dever de informação pela Petrobras aos investidores e as iniciativas de reparação de danos promovidas por investidores no Brasil e nos Estados Unidos.

O trabalho foi estruturado em cinco capítulos.

O primeiro capítulo é esta Introdução.

O segundo capítulo, intitulado “O Dever de Informar no Mercado de Capitais”, inicia pela noção de desenvolvimento econômico e o papel ocupado pelo mercado de capitais visando este objetivo.

A partir de breve incursão histórica, busca-se demonstrar que nos mercados de capitais e na interação entre seus agentes há falhas e excessos e, que a cada movimento cíclico de crise, em resposta, no campo legislativo e regulatório, buscou-se editar novo regramento mais intervencionista com o objetivo de evitar novo colapso, ao menos pelos mesmos motivos.

É a partir da informação que o investidor toma sua decisão de investimento, de modo que se a companhia falha no dever de informar – seja divulgando informação falsa, enganosa, imprecisa ou que de qualquer modo possa induzir o investidor a erro – terá prejudicado a decisão de negócio do investidor. A conexão entre informação e o conceito jurídico de *boa-fé* também é objeto de algumas páginas.

Ao lado da edição das normas reguladoras, finaliza-se com o destacado papel do *enforcement*, mecanismos para monitoramento da efetiva aplicação das normas pelos agentes de mercado.

O terceiro capítulo, intitulado “Elementos do Dever de Reparação de Danos Causados a Investidores por Companhias Abertas”, inicia com a abordagem da questão do dano direto e indireto, conceito que definirá o legitimado a figurar no polo ativo de eventual medida que vise a reparação de danos. Essa análise é feita apoiada sobre Doutrina, Jurisprudência e Legislação brasileira, em especial da Lei 6.404/76, a Lei das S/A. Por fim, busca-se perquirir se a falha no dever de informar afeta

diretamente o acionista, legitimando-o à propositura da medida reparatória, e qual seria o dano experimentado.

Na sequência, a análise volta-se para a polêmica envolvendo a possibilidade de o investidor demandar a companhia aberta pela reparação dos danos a si causados pela falha no dever de informar e, por fim, alguns argumentos utilizados para fundamentar a impossibilidade dessa medida.

O quarto capítulo se dedica à análise do caso de falha informacional envolvendo a Petrobras e as iniciativas de investidores visando reparação nos Estados Unidos e no Brasil. Pretende-se: (i) apresentar quais foram as supostas falhas informacionais cometidas pela Petrobras e quais dispositivos teriam sido violados; (ii) mapear a fundamentação jurídica utilizada nos pleitos indenizatórios propostos nos Estados Unidos e no Brasil; e (iii) analisar o desenvolvimento dessas iniciativas e comparar os resultados aquilatados em cada país.

Por fim, o quinto capítulo se presta a considerações finais quanto ao resultado atingido com a pesquisa e ensaia-se algumas notas visando responder os questionamentos propostos em seu início.

2 O DEVER DE INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS

2.1 A FUNÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS PARA O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

A Constituição Federal brasileira de 1988 faz menção ao desenvolvimento já em seu preâmbulo, ao enunciar ser este um dos objetivos do Estado brasileiro.¹

O conceito de desenvolvimento evoluiu ao longo da história, tendo sido ora identificado com o poderio militar de um Estado ora com o poderio econômico ou, conforme a aceção dominante durante o século XX, com o crescimento econômico.²

Entretanto, desde o estudo desenvolvido pelo economista Joseph Schumpeter, há uma distinção entre os conceitos de crescimento econômico e desenvolvimento econômico.

Enquanto o crescimento econômico mede o aumento do produto interno bruto (produção) e da renda per capita em determinada região, o desenvolvimento econômico está relacionado a uma melhoria da qualidade de vida da população, o que implica em alterações estruturais do sistema econômico que não podem ser atingidas com o simples aumento da renda per capita. Portanto, crescimento econômico não necessariamente implica em desenvolvimento econômico³.

¹ “Nós, representantes do povo brasileiro, reunidos em Assembléia Nacional Constituinte para instituir um Estado Democrático, destinado a assegurar o exercício dos direitos sociais e individuais, a liberdade, a segurança, o bem-estar, o desenvolvimento, a igualdade e a justiça como valores supremos de uma sociedade fraterna, pluralista e sem preconceitos, fundada na harmonia social e comprometida, na ordem interna e internacional, com a solução pacífica das controvérsias, promulgamos, sob a proteção de Deus, a seguinte CONSTITUIÇÃO DA REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL”. BRASIL. Constituição Federal (1988). Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 26 dez. 2017.

² BARRAL, Welber. Direito e desenvolvimento: um modelo de análise. In: BARRAL, Welber (org.). **Direito e desenvolvimento**: análise da ordem jurídica brasileira sob a ótica do desenvolvimento. São Paulo: Singular, 2005, p. 31-2. “Ao longo da história foi essa noção de desenvolvimento relacionada ao poder político e militar que, a partir do liberalismo, se identifica e consolida fundamentalmente com o poder econômico. Ou seja, a partir de Adam Smith e de David Ricardo, há uma representação muito clara de que o poder britânico deveria ser fundamentalmente o poder da marinha mercante”, p. 34. Conforme explica Celso Furtado, os fatores econômicos não podem ser tidos como a única faceta do conceito de desenvolvimento, mas ao mesmo tempo o crescimento econômico deve ser uma finalidade constante. FURTADO, Celso. **Teoria e política do desenvolvimento econômico**. 10 ed. São Paulo: Paz e Terra, 2000, p. 10.

³ BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Crescimento e desenvolvimento econômico**. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/Papers/2007/07.22.CrescimentoDesenvolvimento.Junho19.2008.pdf>>. Acesso em: 27 maio 2018. Cabe observar que tal distinção conceitual nem sempre é adotada em

O crescimento econômico é uma necessidade de todo país. “O crescimento proporciona mais empregos, mais renda, mais consumo, mais bem-estar e maior arrecadação”⁴. E para que possa haver crescimento econômico, é necessário investimento, que por sua vez requer poupança, a qual pode ser canalizada para as atividades produtivas por três caminhos:

Portanto, para o crescimento econômico, são necessários mecanismos eficientes que incentivem a formação de poupança, possibilitem sua intermediação e a tornem acessível para quem quer investir. Existem três formas principais de fazer chegar a quem investe o dinheiro de quem poupa. A mais simples e primitiva, e mais limitada, é o autofinanciamento, em que as empresas ou indivíduos investem apenas aquilo que eles mesmo poupam. A segunda alternativa é através do governo, direcionando recursos da sociedade para os investimentos que julga mais adequados. Em geral, envolve algum mecanismo impositivo, seja na captação, seja na aplicação. Sendo decisões tomadas por governos, nem sempre esses recursos são direcionados para as alternativas mais produtivas. Os vencedores são escolhidos pela burocracia e não pelo mercado. A terceira é através dos mercados financeiro e de capitais. É a forma mais eficiente de captar poupança e direcioná-la para as atividades mais produtivas. Assume papel mais destacado à medida que as economias se tornam mais sofisticadas. O crescimento econômico esteve sempre ligado ao desenvolvimento dos mercados financeiros.⁵

A eficiência que marca a captação de poupança via mercados financeiro e de capitais está ligada a uma redução de custos de intermediação, visto que as companhias, mediante listagem em bolsa ou mercado de balcão organizado, captam recursos diretamente dos poupadores, em contrapartida à emissão de valores

textos de economistas e juristas, como o próprio BRESSER-PEREIRA, que faz tal distinção para conhecimento do leitor, mas não a adota como padrão em sua escrita. Desse modo, feita essa distinção conceitual teórica, observa-se que em citações que serão trazidas na sequência desse trabalho é possível que o autor citado trate os termos como sinônimos, critério este igualmente adotado ao longo desse trabalho.

⁴ BOVESPA – BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **O mercado de capitais**: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. [S.l.], [entre 1995 e 2005], p. 12.

⁵ BOVESPA – BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, loc. cit. Nesse sentido: “Na economia de mercado, é função do sistema financeiro prover os canais adequados mediante os quais os agentes econômicos deficitários obtêm os recursos de que necessitam para os seus projetos de investimento e os agentes superavitários aplicam as suas poupanças. [...] ainda que se verifique, em muitos estudos, uma associação bastante positiva entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico, não existe consenso se o mercado financeiro desenvolve-se (sic) porque existe crescimento econômico ou se é o desenvolvimento do mercado financeiro fator relevante para provocar crescimento econômico”. EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 2-3.

mobiliários de sua emissão⁶. Esse formato de operação elimina custos de intermediação que seriam despendidos em uma operação usual de financiamento bancário de caráter creditício, por exemplo⁷. Há, no entanto, outros custos incorridos pelas companhias que desejam captar recursos no mercado de capitais, como aqueles para distribuição pública de seus valores mobiliários⁸.

A eficiência do mercado de capitais é, ainda, verificada em função da alta liquidez dos valores mobiliários negociados, em virtude da concentração de agentes interessados em negociar esses títulos, o que facilita sua circulação⁹.

Em virtude da elevada concentração financeira do mercado de capitais, certo grau de regulamentação estatal é desejável e necessário para garantir a segurança do próprio mercado e a confiança dos investidores, de modo a atrair mais poupança e permitir o desenvolvimento da economia nacional. Conforme veremos, a exigência de transparência e tempestividade na divulgação de informações pelos agentes do mercado, em especial pelas companhias listadas em bolsa, é de fundamental importância para a segurança dos investidores e o cumprimento dessa orientação constitucional¹⁰.

⁶ Para operar no mercado de capitais, os investidores devem possuir conta em uma corretora de valores mobiliários ou em banco comercial habilitado a operar em bolsa, contudo os custos destes intermediadores são arcados pelo próprio investidor, e não pela companhia.

⁷ “A desintermediação consiste na redução do número de intermediários em cada transação: pessoas que preparavam e encaminhavam documentos, que entravam em contato com os clientes, que disseminavam informações, que providenciavam transferências de recursos, que registravam operações. [...] A desintermediação causa redução de custos, maior rapidez e aumento no número de operações”. BOVESPA – BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, [entre 1995 e 2005], p. 23. Cf. Otavio Yazbek, no mercado de capitais as instituições financeiras são meras intervenientes, prestando serviços de aproximação, representação e liquidação dos interesses de seus clientes. In: YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 132.

⁸ “Em troca dessas vantagens, as empresas arcam com alguns custos. Destacam-se, entre os principais, o acréscimo de encargos administrativos com auditores, demonstrações financeiras, taxas de Bolsa e CVM, e similares; o custo de divulgação de informações; e, sobretudo, a remuneração do capital obtido, mediante a distribuição periódica e obrigatória de dividendos”. Ibid., p. 42.

⁹ ARAUJO, Victor Hugo Cardoso. Regulamentação da informação no Mercado de Capitais. **Revista de Direito Privado**. Vol. 62, ano 16. São Paulo: Revista dos Tribunais, abr.-jun. 2015, p. 154.

¹⁰ Dentre os objetivos da intervenção estatal no mercado de capitais, Zingales pontua: “O segundo objetivo deve ser a proteção a indivíduos não sofisticados no que se refere a seus investimentos. O mínimo que essa proteção deve abranger é uma elevada transparência de informações” (tradução nossa). Do original em inglês: “*The second goal should be the protection of unsophisticated individuals with regard to their investments. The minimum this protection entails is enhanced disclosure*”. ZINGALES, Luigi. **The Future of Securities Regulation**. Journal of Accounting Research. Vol. 47 No. 2. Chicago: May 2009. Disponível em: <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/the_future_of_securities_regulation.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2018, p. 392-393.

Segundo a vertente da disciplina direito e economia ou análise econômica do direito, o instrumental da economia pode ser utilizado para analisar, explicar e descrever fenômenos jurídicos.¹¹

Assim, “pode-se a partir dela dizer se certa lei é eficiente ou não, sem pretender-se, entretanto, que a eficiência seja o único critério perseguido pelo ordenamento jurídico”¹². Para o que aqui nos interessa, a análise da regulação do dever de informar no mercado de capitais brasileiro poderá resultar em conclusão da existência de um corpo regulatório eficiente ou não.

Ademais, as regras de imputação de responsabilidade civil e o seu *enforcement* visam influenciar na conduta futura dos agentes, a fim de prevenir condutas causadoras de danos ou, em caso de ocorrência, punir o agente causador de forma severa a ponto de reduzir a probabilidade da ocorrência de evento futuro similar¹³.

A respeito de eficiência dos mercados, nas últimas décadas, vem se reconhecendo o papel que fatores como capital humano e tecnologia desempenham na promoção do desenvolvimento econômico de uma nação¹⁴. Além desses fatores, o caráter crucial das instituições no processo de desenvolvimento econômico foi objeto de estudo de Douglass North, cuja teoria lhe valeu o Nobel de economia. Em sua obra, North demonstra que “as instituições são estruturas que comprometem o funcionamento do processo econômico como um todo” e que podem vir a gerar custos adicionais, “na medida em que sofrem problemas de credibilidade ou de eficiência”¹⁵.

Essas instituições são criadas justamente para reduzir incertezas e estabelecer ordem nas interações entre os agentes de um dado mercado, de modo que seu funcionamento eficiente será elemento fundamental para o progresso econômico.¹⁶

Por fim, cabe destacar o enraizamento do mercado em dada sociedade, enfatizando seu caráter histórico e social. Ou seja, “não apenas as considerações quanto à sua eficiência, mas seus limites, bem como aquilo que é objeto de trocas,

¹¹ BRANDELLI, Leonardo. A eficiência econômica como instrumento de racionalidade no Direito. **Revista dos Tribunais**. Ano 100, vol. 913, novembro/2011, p. 140. Alguns autores sustentam diferenças entre os termos, contudo neste trabalho, seguindo a orientação do autor citado, são tratados como sinônimos.

¹² Idem.

¹³ VENTURI, Thaís G. Pascoaloto. A análise econômica da responsabilidade civil. In: ARAÚJO, Fernando et al. (org.). **Em busca dos caminhos jurídicos e econômicos para a superação da crise**. Curitiba: PUCPress, 2016, p. 239-40; 242.

¹⁴ BARRAL, Welber. Opus cit., p. 43.

¹⁵ Idem.

¹⁶ Ibid., p. 47.

passam a depender do contexto e do arranjo sociopolítico existente”¹⁷, conforme veremos especificamente quanto ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

2.2 A IMPERFEIÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS E A NECESSIDADE DE MECANISMOS DE PROTEÇÃO AOS INVESTIDORES MINORITÁRIOS

Se toda essa teia de relações e obrigações entre os diversos agentes de mercado – em especial entre investidor e companhia aberta – funcionasse de forma perfeita, ou seja, sem o cometimento de excessos por parte dos agentes, não haveria a necessidade de qualquer intervenção regulatória estatal.

Ocorre que não existem mercados perfeitos, acarretando uma análise mais acurada quanto à questão envolvendo a necessidade da regulação do mercado de capitais, com especial viés à proteção dos investidores que nele aplicam suas poupanças.

Em 1989 reuniram-se em Washington, Estados Unidos, diversos economistas latino-americanos de perfil liberal, funcionários do Banco Mundial, do BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento, do FMI – Fundo Monetário Internacional, de instituições financeiras privadas e do governo norte-americano, convocados pela instituição privada *Institute for International Economics* para debater políticas econômicas.

Como resultado desse encontro, foi reduzido a termo documento que ficou conhecido como Consenso de Washington, composto por dez medidas que deveriam nortear a política econômica norte-americana e de países alinhados da América latina. Segundo então se acreditava, a implementação dessas dez medidas conduziria ao tão almejado desenvolvimento econômico dos Estados. Dentre tais medidas constava a noção de intervenção estatal mínima, ou seja, a de que a regulação da economia

¹⁷ AGUILAR FILHO, Hélio Afonso de. **Enraizamento social do mercado no Brasil**: uma abordagem a partir da economia política institucionalista e dos intérpretes do Brasil. Disponível em: <https://www.anpec.org.br/sul/2016/submissao/files_/i1-e57d17cfed561ae9608d3656fa90c090.doc>. Acesso: 27 maio 2018.

deveria ocorrer apenas em última hipótese, para consertar situações em que o mercado não funcionasse da forma esperada, as denominadas *falhas de mercado*¹⁸.

Jairo Saddi e Armando Castelar Pinheiro estão em sintonia com tal concepção de intervenção estatal mínima, ao defenderem que a regulação é necessária como remédio em um mercado imperfeito¹⁹. A regulação, portanto, “importa o estabelecimento de limites à atuação dos agentes econômicos, que inexistem quando o mercado é inteiramente livre”²⁰.

A *falha de mercado* se manifesta quando os mecanismos de mercado, não regulados pelo estado e deixados livremente ao seu próprio funcionamento, originam resultados econômicos não eficientes ou indesejáveis do ponto de vista social.

Estas falhas ficam mais evidentes na ocorrência de uma crise do microsistema analisado, gerando um alerta para a necessidade de alguma reforma capaz de evitar uma nova crise pelos mesmos motivos. Do ponto de vista jurídico, isto se traduz em novas regras e normas que são criadas com a intenção de prevenir futuros abalos nesse microsistema pelas mesmas razões²¹.

Zingales destaca esse ciclo de maior ou menor intervenção estatal após a ocorrência de crises:

Após cada evento de crise mais aguda, a demanda por intervenção do governo aumenta. Por exemplo, após a crise de 1929, houve uma ampla demanda por intervenção. O mesmo ocorreu após os escândalos Enron e Worldcom. E o mesmo ocorreu em 2008. (...) A falta de intervenção é percebida como indiferença, enquanto que intervenção em alguma medida pode gerar esperança de que o sistema será aprimorado e, portanto, aumentar o nível de confiança. É difícil comprovar a causalidade, mas a

¹⁸ “[...] o paradigma do Consenso de Washington impõe a interpretação de que, na economia, os chamados *livres mercados* seriam entidades naturais do sistema capitalista. A intervenção estatal seria possível, até mesmo permitida, quando ocorressem *falhas de mercado*, definidas como situações onde o mercado não funciona de acordo com a forma esperada em um modelo ideal”. FERRAZ, João Carlos et al. **Liberalização econômica e desenvolvimento**. São Paulo: Futura, 2003, p. 20.

¹⁹ “A regulação, por definição, é uma modalidade de intervenção estatal. Embora existam diferentes justificativas para a intervenção do Estado, de modo amplo, e sob as mais diversas terminologias (intervenção por indução, por participação ou por direção) para os efeitos das justificativas aqui apresentadas, **a regulação existe como “segunda opção”: existe para sanar as falhas do mercado**” (Grifo nosso). PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 458.

²⁰ EIZIRIK, Nelson et al. *Opus cit.*, p. 15.

²¹ “O que fica patente em termos universais é que os princípios da proteção e da especialização fiscalizatória quase sempre se originam como reação aos desastres de mercado que causam prejuízos ao público investidor em valores mobiliários. Assim é que, usualmente, o surgimento do regulador ou o acréscimo de severidade da lei restritiva ocorrem após um desastre de mercado”. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. São Paulo: FGV, 2015, vol. 1, tomo 1, p. 160.

aprovação da Lei Sarbanes-Oxley foi seguida de um aumento na confiança geral em relação ao mercado de capitais.²²

No microsistema bancário esse movimento cíclico de intervenção também pode ser observado:

As externalidades e impactos macroeconômicos de uma crise bancária são enormes e dão razão às preocupações históricas das autoridades (*policy makers*) com sua contenção. Isso, por si só, já traria grande proeminência jurídica ao tema. Contudo, tão relevante quanto, importam ao universo jurídico as reformas que acompanham cada uma das crises bancárias. Vejam-se alguns exemplos. [...] Como resposta à maior crise financeira de que se tem notícia, a Crise de 1929, os Estados Unidos realizaram, na mesma grandeza, “a maior onda de regulação financeira de sua história”, com a promulgação de vários diplomas legais, com destaque para o *Banking Act of 1933*. [...] Já como resposta à crise do *subprime*, os Estados Unidos adotaram alguns planos regulatórios e promulgou-se o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, que materializou uma série de restrições à libertinagem financeira existente no marco regulatório de então.²³

A ocorrência de crises de relevante magnitude, portanto, fissurou o entendimento então dominante nas décadas de 1980 e 1990 – e endossada pelo Consenso de Washington de 1989 – de intervenção estatal mínima, cedendo espaço a um ambiente regulatório mais denso. É interessante a reflexão proposta por Paul Latimer e Philipp Maume a fim de perceber a mudança de paradigma acerca da intervenção estatal:

Se todos os participantes do mercado se comportam de modo racional, a probabilidade de crises ou quebras no mercado é baixa, visto que os investidores se aperceberão dos perigos de produtos com sobrepreço e iniciarão sua venda antes da ocorrência da crise, mitigando os danos ao mercado. O substrato desta visão é o de que uma regulação rígida dos mercados é desnecessária, e a assim chamada regulação leve (*'light-touch'*

²² Tradução nossa. Do original em inglês: “After every major crisis, the demand for government intervention increases. For example, after the 1929 crisis, there was a large demand for intervention. The same is true after the Enron and WorldCom scandals. And the same is true in 2008. [...] Lack of intervention is perceived as indifference, while some intervention can engender hope that the system will improve and so raise the level of trust. It is hard to prove causality, but the passage of the Sarbanes-Oxley Act was followed by an increase in the general trust towards the stock market (Hochberg, Sapienza, and Vissing-Jørgensen [2009]).” ZINGALES, Luigi. **The Future of Securities Regulation**. *Journal of Accounting Research*. Vol. 47 No. 2. Chicago: May 2009. Disponível em: <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/the_future_of_securities_regulation.p>, p. 397. Acesso em: 30 abr. 2018.

²³ MATTOS, Eduardo da Silva. **O que a crise do supprime ensinou ao direito?: evidências e lições do modelo concorrencial e regulatório brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 11-12.

regulation), se é que haverá alguma, é suficiente. Esta visão foi influente nos anos 1980 e 1990. Nos anos 2000, contudo, uma série de colapsos de empresas – tais como a Enron – e a Crise Financeira Global (GFC) de 2007 e 2008 tornaram difícil crer na resiliência dos mercados financeiros. A dura verdade era que os mercados financeiros podem falhar, e que um colapso do cada vez mais interconectado e globalizado sistema financeiro pode desencadear grave crise econômica. Como resultado, o debate acerca de reformas na regulação dos mercados financeiros empurrou para longe o conceito de auto regulação rumo a uma abordagem mais intervencionista.²⁴

No Brasil, convém ressaltar, no nascimento de nosso mercado de valores mobiliários não se observa com tanta nitidez esse fenômeno, na medida em que a própria CVM – Comissão de Valores Mobiliários foi criada com o objetivo de incentivar o crescimento do mercado de valores mobiliários para que este se tornasse uma alternativa de financiamento da atividade empresária e nem tanto como uma fiscalizadora das condutas praticadas no mercado²⁵.

Não obstante, o corpo regulatório do mercado de capitais brasileiro veio sendo paulatinamente formado a partir da observação das falhas de mercado e de crises e perdas ocasionadas a investidores, obrigando as autoridades fiscalizatórias a

²⁴ Tradução nossa. Do original em inglês: “*If all market participants behave rationally, the likelihood of market crashes is low as informed investors will realize the dangers of overpriced products and start selling them before the crash occurs, mitigating the damage to the market. The subtext of this view is that rigid regulation of the markets is unnecessary, and that so-called ‘light-touch’ regulation (if any) is sufficient. This view was influential in the 1980s and 1990s. In the 2000s, however, a range of company collapses — such as Enron — and the Global Financial Crisis (GFC) from 2007 to 2008 dealt heavy blows to belief in the resilience of the financial markets. The hard truth was that financial markets can fail, and that a collapse of the increasingly interconnected, globalized financial system can trigger a severe economic crisis. As a result, the debate on the reforms of financial markets regulation has shifted away from the concept of self-regulation towards a more interventionist approach*”. LATIMER, Paul; MAUME, Philipp. **Promoting Information in the Marketplace for Financial Services: Financial Market Regulation and International Standards**. Disponível em: <http://www.researchgate.net/publication/312812802_Disclosure_of_Financial_and_Non-financial_Information_in_the_Marketplace#>. Acesso em: 25 dez. 2017.

²⁵ “(...) diferentemente do nascimento de outros órgãos reguladores de mercado, nasce a CVM com a incumbência legal de buscar incentivar o crescimento do mercado de valores mobiliários para que pudesse servir como instrumento de financiamento à grande empresa nacional, criando-se uma alternativa à solidão em que se encontrava o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, enquanto único organismo bancário até então existente vocacionado para o financiamento de longo prazo do setor industrial e comercial.”. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Opus cit.*, p. 160.

introduzirem novas previsões visando proteger esse público investidor e a própria higidez do mercado^{26 27}.

Um mercado de capitais juridicamente estável e seguro é condição para o desenvolvimento nacional²⁸, o que necessariamente passa pelo aspecto econômico, inserido que é o Brasil em um mercado global cada vez mais dinâmico e interligado, em cujas economias afluem recursos financeiros de diversas partes do globo. Tais estabilidade e segurança não podem ser garantidas sem um mínimo de regulação²⁹.

Experiências anteriores, desde o *crash* de 1929 até crises mais recentes, já provaram que um mercado eficiente precisa de certos controles. A dificuldade que

²⁶ Uma das primeiras modificações legislativas foi o alargamento do conceito de valor mobiliário, que até então era constante de um rol taxativo, para um conceito mais amplo de “contratos de investimento coletivo”: “(...) tal mudança ocorreu como reação a quebras ruidosas causadoras de prejuízo em grande escala e com um número grande de investidores de baixa capacidade de investimento. No Brasil, a matriz da mudança teve como pano de fundo a quebra da empresa Gallus Agropecuária S.A., emitente de certificados de investimento ligados ao mercado do denominado “boi de engorda””. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Opus cit.*, p. 161.

²⁷ Para uma breve digressão histórica sobre o tema, ver o *paper* de autoria de Denise Pereira de Barros, do qual se destaca: “O debate sobre a intervenção do Estado na economia, nas décadas de 80 e 90, deu origem a uma série de experimentos no campo da regulação. A partir daí, iniciou-se um processo de “desregulamentação” das chamadas indústrias de rede, por meio da redução do papel do Estado, de políticas de privatizações em série e do incentivo à competição por meio do mercado. Tal desregulamentação culminou em boas e más experiências. Entretanto, o aprendizado central é que os desenhos institucionais de cada país e de cada setor, em particular, devem ser levados em consideração quando do planejamento de qualquer reforma. Diante disso, muitas indústrias voltam atrás na “desregulamentação”, para tornar-se novamente reguladas. Esse movimento ocorre por meio de outro tipo de reforma, desta vez, realizada por meio de maior debate entre os agentes envolvidos e análise mais criteriosa do desenho institucional de cada país e de cada setor. A partir daí, o estudo da regulação ganha mais importância na Academia. Associado a esse movimento, diferentes estratégias de regulação são pesquisadas com a preocupação de se chegar a uma “boa” regulação, destacando-se neste artigo o estudo realizado por Baldwin e Cave (1999). Nesse contexto, o *enforcement* em políticas públicas aparece como solução da estratégia de regulação baseada, principalmente, no comando e controle (C&C)”. BARROS, Denise Pereira. **Poder e capacidade de enforcement em políticas públicas**: uma análise dos programas de eficiência energética. Disponível em: <<http://www.eg.fjp.mg.gov.br/index.php/docman/publicacoes-2004/103-governanca-e-accountability-algumas-notas-introdutorias>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

²⁸ “Art. 3º Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: [...] II - garantir o desenvolvimento nacional;”. BRASIL. Constituição Federal (1988). Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 26 dez. 2017.

²⁹ “É inquestionável o papel do mercado de capitais no desenvolvimento econômico de um país. De fato, o mercado eficiente promove a alocação eficaz da poupança no setor produtivo e conseqüentemente o crescimento econômico. As forças espontâneas de mercado e a soma dos interesses privados, porém, não são suficientes para assegurar o funcionamento regular do mercado. O desenvolvimento do mercado de capitais apenas se concretiza quando há conjugação de interesses de investidores que aplicam recursos no mercado de capitais com os de empresas desejosas de obter financiamento público. Caso contrário, haverá um desbalanceamento, seja pelo reduzido número de empresas abertas, seja pelo receio dos investidores em alocarem suas poupanças no mercado. **Daí surge a necessidade de intervenção regulatória, que deve ser efetuada com moderação**” (Grifo nosso). PARENTE, Norma Jonssen. Introdução. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, v. 6, p. 45 (Coleção tratado de direito empresarial).

surge, todavia, é estabelecer um equilíbrio entre mercado regulado sem excessiva intervenção.

Conforme Mario Shapiro, costuma-se reconhecer cinco principais falhas de mercado, rol não exaustivo. “As falhas são: (i) existência de monopólios naturais e de concentração econômica; (ii) presença de bens públicos; (iii) externalidades; (iv) assimetrias de informação; e (v) problemas de coordenação”³⁰.

A principal falha de mercado ou imperfeição existente no mercado de capitais é a assimetria ou desequilíbrio informacional entre as partes envolvidas na negociação dos valores mobiliários. A consequência dessa falha reside na limitação de avaliação quanto às aplicações e efeitos da relação comercial em questão e sua correção ocorre por meio da criação de normas que garantam a disseminação e acesso à informação por todos os agentes de forma equânime.³¹

Nesse sentido é que a intervenção estatal pela via regulatória surge como mecanismo que se propõe a corrigir essa assimetria, garantindo acesso mínimo a informações que, não fosse o arcabouço jurídico, colocaria o minoritário à mercê dos administradores da companhia e de seu controlador:

Se é verdade que a assimetria de informações entre companhia e mercado estará sempre presente, é também verdade que ela pode ser reduzida significativamente por meio de uma boa política de divulgação de informações. A garantia de acesso a informações necessárias para que o investidor tenha conhecimento de todos os riscos existentes ao fazer seu investimento funciona como um incentivo ao investimento e ao consequente desenvolvimento do mercado de capitais e do país.³²

A partir desta análise é que o economista Eugene Fama desenvolveu o que viria a ser conhecida como Teoria dos Mercados Eficientes, tese que lhe valeu o prêmio Nobel de economia em 2013³³, segundo a qual:

³⁰ SCHAPIRO, Mario Gomes. Estado, economia e Sistema financeiro: bancos públicos como opção regulatória e como estrutura de governança. In: **Agenda contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil**, tomo 2. LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua (coord.). São Paulo: Saraiva, 2012 (Série GV Law), p. 125.

³¹ ARAUJO, Victor Hugo Cardoso. *Opus cit.*, p. 155.

³² MARTINEZ, Ana Paula. Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais. **Revista de Direito Comparado e do Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano 8, n. 28, abril-junho de 2005, p. 96.

³³ Cf.: <https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2013/fama-facts.html>. Acesso em: 9 maio 2018.

(...) um mercado ideal é um mercado em que os preços proporcionam sinais precisos para definição de alocação de recursos: isto é, um mercado em que as companhias podem tomar decisões relacionadas à produção e investimentos para tanto, ao passo que os investidores podem escolher entre os valores mobiliários que representam propriedade sobre as atividades da firma [conceito de ações] a partir da premissa de que os preços de negociação desses títulos a todo tempo “refletem completamente” todas as informações disponíveis. Um mercado em que os preços sempre “refletem completamente” as informações disponíveis é denominado “eficiente”.³⁴

Portanto, pela teoria de Fama, as informações disponíveis ao mercado afetam diretamente a cotação dos valores mobiliários transacionados³⁵. Dito de outro modo, toda a informação pública disponível, seja a divulgada pela própria companhia por meio de suas demonstrações financeiras, comunicados ao mercado, fatos relevantes e declarações públicas feitas por seus executivos, quanto a veiculada por terceiros, como a mídia e analistas de mercado, afetarão os preços de negociação:

O acesso à informação tem sido objeto de estudos em várias áreas do conhecimento humano, em especial por parte dos economistas. George A. Akerlof, Joseph E. Stiglitz e Amartya Sen, cada qual inserido em seu contexto histórico, cultural e político e dentro das próprias propostas de estudo, são exemplos de economistas que analisaram profundamente essa questão. Nesses e em outros estudos importantes sobre o tema, uma conclusão comum a que se chega é a de que a informação constitui um direito de acesso a bens e serviços por parte dos agentes econômicos, devendo o Estado, por meio de suas regras jurídicas e instituições, regular a melhor forma pela qual esse acesso deverá ocorrer.³⁶

Além do objetivo de proteção do investidor, a própria existência de um mercado de capitais eficiente, ou seja, aquele em que os preços dos valores mobiliários

³⁴ Tradução nossa. Do original em inglês: “[...] *the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation: that is, a market in which firms can make production-investment decisions, and investors can choose among the securities that represent ownership of firms’ activities under the assumption that security prices at any time “fully reflect” all available information. A market in which prices always “fully reflect” available information is called “efficient”.*” Cabe ressaltar que o próprio autor afirma que nenhum mercado é 100% eficiente, mas que existem níveis de eficiência entre mercados mais ou menos desenvolvidos. FAMA, Eugene F. **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**. The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association. Nova York: 1970, p. 383. Disponível em: <<http://efinance.org/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf>>. Acesso em: 9 maio 2018.

³⁵ Idem.

³⁶ CAMARGO, André Antunes Soares de. Novo desafio da regulação do mercado de capitais brasileiro: a divulgação de informações. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 38, outubro/2007, p. 103.

refletem as informações disponíveis em sua completude, está diretamente relacionada à confiança do público investidor nas empresas emissoras, o que depende fundamentalmente da qualidade da informação fornecida³⁷.

Na lição de Alfredo Lamy Filho, “a maior proteção do minoritário decorre da obrigação de informar, da divulgação dos fatos essenciais na vida da empresa, e da punição da informação privilegiada usada em detrimento do minoritário que desconhece os fatos”³⁸. Com esse objetivo protetivo, a lei estabeleceu regras estritas para a elaboração de demonstrações financeiras³⁹.

É a partir dessas informações que o investidor poderá, de forma racional e diligente, formar sua convicção e decidir acerca da negociação de determinado valor mobiliário. Assim é que, em caso de disponibilização da informação na forma da lei ao mercado – sem vícios, completas, verdadeiras e exatas, de modo a não o induzir em erro – não poderá posteriormente o investidor alegar que sofreu prejuízo ilícito, eis que aceitou correr os riscos da operação. Contudo, havendo violação a seu direito de acesso à informação, cabe verificar quais os mecanismos existentes para a reparação do dano causado ao investidor.

2.3 A REGULAÇÃO DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

O termo “economia do conhecimento” ou “*knowledge-based economy*” advém do constatado papel que o conhecimento possui na macroeconomia atual:

O termo “economia do conhecimento” resulta de um amplo reconhecimento do papel que o conhecimento e a tecnologia desempenham no crescimento econômico. Conhecimento, conforme personificado em seres humanos (como “capital humano”) e na tecnologia têm sido sempre centrais para o desenvolvimento econômico. Porém apenas nos últimos anos sua relativa importância tem sido reconhecida, e vem crescendo. As economias

³⁷ Ibid., p. 95.

³⁸ LAMY FILHO, Alfredo. A empresa, os minoritários e o mercado de capitais. Revista de Direito Bancário, RDB 9/2000, jul.-set./2000 *apud* WALD, Arnaldo (org.). **Direito empresarial**: mercado de capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, v. 8. p. 73-74 (Coleção Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial).

³⁹ Idem.

vinculadas à OCDE hoje são mais fortemente dependentes de produção, distribuição e uso de conhecimento do que antes na história.⁴⁰

Nesse contexto, a informação é elemento central para a aquisição de conhecimento e, portanto, é tratada como elemento de valor⁴¹.

A palavra informação ganha diferentes conotações a depender do contexto em que está inserida. Nesse sentido, faz-se necessário fazer uma abordagem das diferentes conotações empregadas ao termo em distintos contextos, a fim de se delimitar de qual informação está a se tratar no âmbito do mercado de capitais.

Primeiramente, cabe verificar as referências feitas ao direito à informação previstos na Constituição da República Federativa do Brasil.

Na carta constitucional, em seu preâmbulo consta:

“Nós, representantes do povo brasileiro, reunidos em Assembléia Nacional Constituinte para instituir um **Estado Democrático, destinado a assegurar o exercício dos direitos sociais e individuais (...)**”⁴²

(Grifo nosso)

Conforme a lição do professor Nelson Nery Junior, o Estado brasileiro é caracterizado como democrático e de direito, sendo que uma das bases sobre a qual se funda é o direito de livre expressão e informação:

[...] o Estado brasileiro não se traduz apenas em um *Estado de Direito*, e sim em um Estado *Democrático* de Direito [...]. Isso significa que o Estado de Direito brasileiro respeita e assegura os princípios inerentes à democracia.

⁴⁰ Tradução nossa. Do original em inglês: “*The term “knowledge-based economy” results from a fuller recognition of the role of knowledge and technology in economic growth. Knowledge, as embodied in human beings (as “human capital”) and in technology, has always been central to economic development. But only over the last few years has its relative importance been recognised, just as that importance is growing. The OECD economies are more strongly dependent on the production, distribution and use of knowledge than ever before.*”. OCDE – ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **The knowledge-based economy**. Disponível em <<https://www.oecd.org/sti/sci-tech/1913021.pdf>>, 1996, p. 9. Acesso em: 15 abr. 2018.

⁴¹ ALMENDRA FREITAS, Cinthia Obladen de. Uma viagem por meio da informação: de Gutenberg a Zuckerberg. In: GONÇALVES, Oksandro; FOLLONI, André; SANTANO, Ana Cláudia (coord.). **Direito econômico & socioambiental**: por interconexões entre o desenvolvimento e a sustentabilidade – Anais do Seminário de Integração do Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Curitiba: Íthala, 2016, p. 311.

⁴² Vide nota de rodapé 1.

Nesse contexto, a liberdade de expressão se consubstancia em uma das pilastras sobre as quais é erigida sua democracia e se constrói um Estado Democrático de Direito.

Desse modo, não é possível falar-se em *democracia* sem que seja assegurada a plenitude da *liberdade de expressão* [...].

E a liberdade de expressão garantida constitucionalmente tem como corolário o direito **de informar**.⁴³

(Grifo do autor)

Canotilho e Vital Moreira, na análise do contexto amplo de informação em nível constitucional, em comentário ao artigo 37º da Constituição portuguesa anotaram:

O **direito de informação** (...) integra três níveis: o direito «de informar», o direito «de se informar», e o direito «de ser informado». O primeiro consiste, desde logo, na liberdade de transmitir ou comunicar informações a outrem, de as difundir sem impedimentos; mas pode também revestir uma forma positiva, enquanto direito a informar. O direito de se informar consiste, designadamente, na liberdade de recolha de informação, de procura de fontes de informação, isto é, no direito de não ser impedido de se informar, embora sejam admissíveis algumas restrições à recolha de informações armazenadas em certos arquivos (ex: arquivos secretos dos serviços de informação). Finalmente, o direito a ser informado é a versão positiva do direito de se informar, consistindo num direito a ser mantido adequadamente e verdadeiramente informado (...)"⁴⁴

(Grifo do autor)

Cabe destacar que esse contexto de informação, amplo, expresso no texto constitucional, conforme será a seguir abordado, não é o mesmo do dever de *disclosure* presente no mercado de capitais.

Dando sequência, como todo e qualquer direito, ele não pode ser exercido de modo abusivo e/ou capaz de causar dano a outrem. Nesse sentido é que a divulgação de informações falsas não pode ser naturalmente aceita pela sociedade:

É necessário considerar, ainda, que **a liberdade de informação não pode ser perturbada quando ancorada em fato verídico**, não sendo, porém, condizente com o abuso, com a deturpação dos fatos, com a informação

⁴³ NERY JUNIOR, Nelson Nery. *Opus cit.*, p. 832-34.

⁴⁴ CANOTILHO, José Joaquim Gomes; MOREIRA, Vital. **Constituição da república portuguesa anotada**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. 4. ed., vol. I. p. [234].

tendenciosa, com a maldosa insinuação, com a interpretação que denigre a imagem, atinge a dignidade, violento o homem de bem.⁴⁵

Esse direito constitucional de acesso à informação é garantido a todos os cidadãos. Recorrendo ao magistério de Nelson Nery Junior:

Na Constituição Federal Brasileira, o direito à informação está previsto no artigo 5º, tanto no inciso XIV, que trata do *direito ao acesso à informação*, quanto no inciso XXXII, que versa sobre o ***direito de receber informações***. O acesso à informação que está contido no CF 5º XIV versa sobre a possibilidade atribuída aos cidadãos de conhecimento de fatos da esfera pública, sejam eles oriundos de particulares ou de órgãos públicos. Já o CF 5º XXXII garante **aos cidadãos o direito à informação** frente aos órgãos públicos. O direito à informação é fundamentado no interesse particular dos cidadãos ou no interesse coletivo ou geral de quem quer ser informado. **Assim, tem-se que o direito de receber informação é atribuível a todos os cidadãos, como expressão máxima da liberdade de informação.**

(Grifos originais do autor citado)

É implícito que a informação divulgada deve ser verídica, a fim de evitar que o destinatário que atuar com base nela incorra em erro. Decorre da própria lógica da sociedade em que vivemos que toda e qualquer decisão que tomamos é baseada naquele nível de informação a que tivemos acesso, independentemente do campo analisado (informações sobre o produto, a fim de pautar decisão de consumo; informações sobre o candidato e o partido político para basear a decisão nas urnas; informação quanto aos negócios da companhia para fundamentar a decisão de investimento).

Passando-se para o microsistema do direito societário, especificamente em relação às sociedades anônimas, na Lei 6.404/1976, norma que rege o funcionamento das sociedades anônimas no Brasil, o direito à informação é tratado como um direito fundamental do acionista, conforme explica Jorge Lobo:

O direito de fiscalizar, na forma prescrita em lei, a gestão dos negócios sociais, consoante diz a LSA, no art. 109, III, pressupõe a existência e o pleno exercício do direito à informação sobre o funcionamento da companhia, razão pela qual a Instrução CVM n. 481, de 17/12/2009, dispôs,

⁴⁵ MENEZES DIREITO, Carlos Alberto. **Estudos de direito público e privado**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 60.

pormenorizadamente, sobre as informações que as companhias abertas devem prestar aos acionistas, aos investidores e ao mercado sobre assuntos relacionados às assembleias-gerais (sic) e especiais (...)

Por isso, antes de estudar o “direito de fiscalizar”, é mister dominar o “direito à informação”, que o precede, lhe dá conteúdo, ministra-lhe os meios e fixa-lhe os limites e as finalidades.⁴⁶

Diferentemente do texto constitucional, a informação a que a Lei das S/A se refere é aquela relacionada ao desenvolvimento da atividade econômica pela companhia. O acionista, na posição de detentor de ações daquela sociedade e com a expectativa de lucro que pretende auferir a partir de sua atividade, deve ter acesso às informações necessárias relacionadas ao negócio, a fim de fiscalizar a atuação dos diretores.

É apoiado nessas informações que o acionista deliberará anualmente acerca das contas dos administradores e manifestará, por exemplo, seu interesse em permanecer ou não no negócio, com o viés de sociedade de capitais que é característico das sociedades anônima.

Similarmente, justamente pela importância da informação na tomada da decisão de investir é que o legislador dispensou especial atenção à regulação do dever de informar pelos agentes que atuam no mercado de capitais:

O pleno e instantâneo acesso a informações é uma necessidade cada vez maior no mercado de capitais. Quanto mais movimentado for um mercado de capitais, maior será a demanda por informações completas e imediatas para a tomada de decisões por parte dos investidores. O mercado em geral, aliás, caracteriza-se pela busca da assimetria de informações, devendo o Estado regular a transmissão das informações entre os agentes econômicos e motivá-los a tal por meio de suas instituições.

Tal preocupação é bastante visível no maior mercado de capitais do mundo: o norte-americano. Desde os escândalos contábeis envolvendo grandes empresas multinacionais como Enron e WorldCom, muitos são os estudos sobre a quantidade e a qualidade das informações que devem ser disponíveis ao mercado, sempre com o escopo de se evitarem fraudes e abusos. Os prejudicados, diretamente, são os investidores e, indiretamente, a economia como um todo.⁴⁷

⁴⁶ LOBO, Jorge. **Direitos dos acionistas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 127. Para além do interesse do acionista, as informações da empresa interessam ao mercado, a empregados ao governo e à comunidade como um todo, consistindo em elemento fundamental para o cumprimento da função social da companhia. Cf.: FREDERICK, Richard. **Disclosure**: a corporate governance tool that really works?. Disponível em: <<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1920852.pdf>>. Acesso: 23 abr. 2018.

⁴⁷ CAMARGO, André Antunes Soares de. Novo desafio da regulação do mercado de capitais brasileiro: a divulgação de informações. *Opus cit.*, p. 102.

A partir da década de 1950, nos Estados Unidos, passou a ser obrigatório a disponibilização de um conjunto de informações aos acionistas⁴⁸.

No mercado de capitais brasileiro, o regramento do dever de informar imposto aos agentes do mercado consta das Leis 1.521/51, 4.728/65, 6.385/76 e 7.913/89.

A primeira delas, Lei 1.521/51, regula os denominados crimes contra a economia popular. Os artigos 2º, 3º e 4º da lei apresentam o rol de práticas ilícitas que se enquadram nesta categoria de crime. Entre elas, destacam-se as seguintes:

Art. 3º. São também crimes desta natureza [crimes contra a economia popular]:

[...]

VI - provocar a alta ou baixa de preços de mercadorias, títulos públicos, valores ou salários por meio de notícias falsas, operações fictícias ou qualquer outro artifício;

VII - dar indicações ou fazer afirmações falsas em prospectos ou anúncios, para fim de substituição, compra ou venda de títulos, ações ou quotas;

[...]

X - fraudar de qualquer modo escriturações, lançamentos, registros, relatórios, pareceres e outras informações devidas a sócios de sociedades civis ou comerciais, em que o capital seja fracionado em ações ou quotas de valor nominativo igual ou inferior a um mil cruzeiros com o fim de sonegar lucros, dividendos, percentagens, rateios ou bonificações, ou de desfalcocar ou de desviar fundos de reserva ou reservas técnicas.

Pena - detenção, de 2 (dois) anos a 10 (dez) anos, e multa, de vinte mil a cem mil cruzeiros.⁴⁹

A Lei n. 4.728/65 disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Destaca-se, deste diploma, no que se refere ao dever de informação:

Art. 1º Os mercados financeiro e de capitais serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central da República do Brasil.

Art. 2º O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de:

⁴⁸ "(...) a Suprema Corte foi agregando outros qualificativos nascidos de seu poder construtivo, e levando em consideração, como razão de decidir, não só a forma do ato praticado pelo ofertante do investimento, como também, e principalmente, a substância econômica do ato, bem como a proteção do investidor, colocando o ofertante na esfera de fiscalização da SEC, obrigando-o a fornecer aos potenciais investidores um volume obrigatório de informações que, de outra maneira, não seria necessariamente fornecido." MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Opus cit.*, p. 172.

⁴⁹ BRASIL. Lei n. 1.521/51. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/11521.htm>. Acesso em: 16 maio 2018.

- I - facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem;
- II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários;
- III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado;
- IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários;
- V - disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários;
- VI - regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio.⁵⁰

Na sequência, o artigo 3º da Lei n. 4.728/65 regula as competências do Banco Central, dentre as quais destaca-se:

Art. 3º Compete ao Banco Central:

- I - autorizar a constituição e fiscalizar o funcionamento das Bôlsas de Valores;
- (...)
- V - registrar títulos e valores mobiliários para efeito de sua negociação nas Bôlsas de Valores;
- VI - registrar as emissões de títulos ou valores mobiliários a serem distribuídos no mercado de capitais;
- VII - fiscalizar a observância, pelas sociedades emissoras de títulos ou valores mobiliários negociados na bolsa, das disposições legais e regulamentares relativas a:
 - a) publicidade da situação econômica e financeira da sociedade, sua administração e aplicação dos seus resultados;
 - b) proteção dos interesses dos portadores de títulos e valores mobiliários distribuídos nos mercados financeiro e de capitais.
- VIII - fiscalizar a observância das normas legais e regulamentares relativas à emissão ao lançamento, à subscrição e à distribuição de títulos ou valores mobiliários colocados no mercado de capitais;
- IX - manter e divulgar as estatísticas relativas ao mercado de capitais, em coordenação com o sistema estatístico nacional;
- X - fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso.⁵¹

Nota-se, em especial no inciso VII, alíneas “a” e “b”, a preocupação do legislador com o acesso a informações da companhia pelo investidor e sua proteção.

⁵⁰ BRASIL. Lei n. 4.728/64. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4728.htm>. Acesso em: 16 maio 2018.

⁵¹ Idem.

Adiante a lei prossegue com outras disposições que tratam de matérias relacionadas à informação no mercado de capitais⁵².

A Lei n. 6.385/76 dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, ao mesmo tempo em que criou a CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Ela regula a emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários no mercado de capitais, o que inclui as ações de emissão das companhias listadas em bolsa de valores⁵³. Interessante notar que ela também regula a auditoria das companhias abertas desde 2001, em função da alteração promovida pela Lei n. 10.303/2001⁵⁴.

Nota-se, em especial no artigo 4º, a preocupação do legislador com o acesso a informações da companhia pelo investidor e sua proteção em relação a informações divulgadas pelas companhias emissoras:

Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:
 (...)

- III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;
- IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

⁵² Idem. Cf.: “Art. 7º Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas gerais a serem observadas na constituição, organização e funcionamento das Bôlsas de Valôres, e relativas a: (...) VII - fiscalização do cumprimento de obrigações legais pelas sociedades cujos títulos sejam negociados na Bôlsa;

Art. 10. Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas gerais a serem observadas no exercício das atividades de subscrição para revenda, distribuição, ou intermediação na colocação, no mercado, de títulos ou valôres mobiliários, e relativos a: (...) VII - normas destinadas a evitar manipulações de preço e operações fraudulentas;

Art. 20. Compete ao Conselho Monetário Nacional expedir normas gerais sôbre o registro referido no inciso II do artigo anterior, e relativas a: I - informações e documentos a serem apresentados para obtenção do registro inicial; II - informações e documentos a serem apresentados periodicamente para a manutenção do registro; III - casos em que o Banco Central poderá recusar, suspender ou cancelar o registro”. publicação de informações sôbre a situação econômica e financeira da pessoa jurídica, suas operações, administração e acionistas que controlam a maioria do seu capital votante;

b) organização do balanço e das demonstrações de resultado, padrões de organização contábil, relatórios e pareceres de auditores independentes registrados no Banco Central;

Art. 21. Nenhuma emissão de títulos ou valôres mobiliários poderá ser lançada, oferecida públicamente, ou ter iniciada a sua distribuição no mercado, sem estar registrada no Banco Central.

(...)

§ 3º O Banco Central poderá suspender ou proibir a distribuição de títulos ou valôres:

a) cuja oferta, lançamento, promoção ou anúncio esteja sendo feito em condições diversas das constantes do registro da emissão, ou com a divulgação de informações falsas ou manifestamente tendenciosas ou imprecisas;

b) cuja emissão tenha sido julgada ilegal ou fraudulenta, ainda que em data posterior ao respectivo registro”.

⁵³ BRASIL. Lei n. 6.385/76. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385compilada.htm>. Acesso em: 16 maio 2018.

⁵⁴ Idem. “Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: (...) VII - a auditoria das companhias abertas; (...)”.

- a) emissões irregulares de valores mobiliários;
 - b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.
 - c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.
- V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
- VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;⁵⁵
- [...]

A partir do artigo 27-C e seguintes, a Lei n. 6.385/76 passa a tratar dos crimes contra o mercado de capitais. Nestes destaca-se o caráter central da informação, sendo que os crimes tipificados guardam conexão com a utilização de informações privilegiadas ou com a divulgação de informação viciada ao mercado e público investidor. A esse respeito destaca-se:

DOS CRIMES CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS

Manipulação do Mercado

Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:
Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Uso Indevido de Informação Privilegiada

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:
Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (...)

Art. 27-F. As multas cominadas para os crimes previstos nos arts. 27-C e 27-D deverão ser aplicadas em razão do dano provocado ou da vantagem ilícita auferida pelo agente.
Parágrafo único. Nos casos de reincidência, a multa pode ser de até o triplo dos valores fixados neste artigo. (...)⁵⁶

⁵⁵ Idem. Além disso destaca-se os seguintes dispositivos: “Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (...) III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; (...)”. A esse respeito, destacam-se, ainda: Art. 9º, IV; Art. 9º, § 4º; Art. 11º, § 5º; Art. 21-A; Art. 22; e Art. 26.

⁵⁶ Idem.

No âmbito da CVM, as principais normas disciplinadoras do regime informacional são as instruções n. 358/2002, 400/2003 e 480/2009.

A instrução CVM n. 358/2002 versa sobre as regras de divulgação de ato ou fato relevante das companhias abertas. Conforme consta de seu artigo 2º, considera-se ato ou fato relevante, para efeitos da referida instrução, aquele que possa influir na cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia aberta ou na decisão do investidor de comprar, vender, manter ou exercer qualquer direito em relação ao valor mobiliário⁵⁷.

A referida instrução possui especial preocupação com a divulgação do ato ou fato relevante de forma simultânea ao mercado, de modo que seja garantido a todos os agentes a tomada de decisão em igualdade de condições⁵⁸. Alteração recente nesta instrução tratou de prever que a divulgação do ato ou fato relevante ocorra antes ou após o período de pregão, de forma a mitigar instabilidades na precificação dos valores mobiliários⁵⁹.

Já a instrução CVM n. 400/2003⁶⁰, trata dos procedimentos para ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, regulando quais informações e em que formato devem ser colocadas à disposição dos acionistas antes da negociação dos títulos no mercado.

A seu turno, a instrução CVM n. 480/2009, em obediência aos artigos 21 e 22 da Lei 6.385/1976 (Lei do Mercado de Capitais), trouxe como principal inovação em matéria informacional foi exigência de que as companhias abertas apresentem

⁵⁷ “Art. 2º. Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. (...)”. CVM. Instrução 358/2002. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso: 29 maio 2018.

⁵⁸ Art. 3º. Idem.

⁵⁹ A instrução CVM 590/17, que alterou a instrução CVM 358/2002, esclareceu que a divulgação de ato ou fato relevante durante o horário de negociação, conforme art. 5º, §2º da instrução CVM 361/02, possui caráter excepcional.

⁶⁰ Percebe-se aqui novamente menção ao princípio de proteção ao investidor: “Art. 4º. Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério **e sempre observados** o interesse público, **a adequada informação e a proteção ao investidor**, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução”. CVM. Instrução 400/2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>>. Acesso em: 29 maio 2018.

documento denominado Formulário de Referência antes da abertura de capital e o mantivessem atualizado durante toda a sua vida societária⁶¹.

Desse modo:

(...) [as] Instrução (sic) CVM 358/2002, CVM 400/2002 e CVM 480/2009 qualificam a informação a ser prestada como: completa, ampla, clara, precisa, atual, objetiva adequada, necessária, útil à avaliação, verdadeira e consistente. Está presente também, certo cuidado com a extensão, quantidade, veracidade e adequação de linguagem nas informações que são prestadas aos agentes de mercado em geral, conforme o Art. 38 da CVM 400/2002 e Art. 3º, § 5º, da Instrução CVM 358/2002.⁶²

A obrigação de gerar informações verdadeiras, precisas, completas e tempestivas parte da premissa de que os investidores pautarão sua decisão a partir da análise de tais elementos, acarretando uma escolha de investimento racional, de modo que se o dever de informar for inadimplido ou faltoso, sua escolha terá restado prejudicada⁶³.

Cabe observar, também, que não apenas é regulado o regime informacional imposto à companhia aberta, mas também em relação a outros agentes de mercado que possuem papel central no mercado de capitais, como as empresas de auditoria e o coordenador-líder da oferta de ações⁶⁴.

⁶¹ CVM. Instrução 480/2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em: 29 maio 2018.

⁶² Além disso, o excesso de informações também pode ser negativo. ACOSTA, Felipe Guerra. **O dano aos investidores em casos de fraude ao mercado de capitais**: uma análise da jurisprudência brasileira à luz da Teoria dos Mercados Eficientes. 2016. Monografia (Graduação em Direito). Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Disponível em <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/18711>>. Acesso em 25 dez./2017, p. 26.

⁶³ Cf. Eduardo Oliveira Agostinho, citando Ronald Coase: "(...) contemporaneamente, suscita-se a importância da regulação estatal no âmbito da proteção ao direito de informação e da supervisão do comportamento dos participantes desse mercado, cujo objetivo deve ser o de "assegurar que as pessoas, quando decidam como agir, realizem escolhas que ofereçam o melhor resultado para o sistema como um todo". AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. **O ativismo acionário dos investidores institucionais e a governança corporativa nas companhias abertas brasileiras**: a análise jurídica da economia do mercado de capitais. 261f. Tese (Doutorado em Direito), Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2011, p. 55.

⁶⁴ "O Regime de Responsabilidade por Falha Informacional estabelece que diferentes sujeitos que participam da elaboração, verificação, e publicação de informações podem ser responsabilizados, a depender do tipo de informação prestada: prospecto, demonstrações financeiras ou fatos relevantes. Assim, por exemplo, se a violação ao regime informacional se der no âmbito de uma oferta pública de valores mobiliários, no prospecto, é determinada a responsabilidade dos emissores, da instituição líder da oferta (underwriter) e dos seus administradores. O emissor pode ser responsabilizado conforme prevê o Art. 56 da CVM 400/2002, quanto à adequação, quantidade e qualidade da informação prestada. Quanto à instituição líder, sua possível responsabilização está prevista no Art. 37, assim como no Art. 56, § 1º, da CVM 400/2002. No que tange aos administradores as regras sobre deveres de responsabilidades estão previstas nos Arts. 56-A, 56-B, e 56-C da Instrução CVM 400/2002.

A rigor, o dever de informar decorre do princípio da boa-fé objetiva. Observe-se que, em uma negociação privada, a informação é utilizada como elemento da tomada de decisão, e falha nessa prestação poderá afetar a manifestação das partes envolvidas:

(...) destaca-se a cogente observância ao princípio da boa-fé objetiva, que impõe àqueles que negociam uma conduta diligente e proba (CC, 422), do que se pode extrair os principais deveres impostos às partes nas negociações preliminares: a *transparência* e o *sigilo*. Em virtude do dever de transparência impõe-se aos pré-contratantes prestarem as informações necessárias ao exercício de uma escolha livre da outra parte (*dever de fazer*). **Não basta não prestar informações inverídicas: a omissão daquele que não revela informação relevante deve ser compreendida, também, como uma violação ao dever sob exame. Como nem sempre a informação omitida durante as tratativas é capaz de contaminar o contrato concluído (por erro ou dolo), a violação do dever de informar confere à vítima o direito de obter indenização pelas perdas e danos apurados.**⁶⁵

(Grifo nosso)

O Superior Tribunal de Justiça já se posicionou no sentido de que o dever de informar decorre do princípio da boa-fé objetiva:

(...) O direito à informação, abrigado expressamente pelo art. 5º, XIV, da Constituição Federal, é uma das formas de expressão concreta do Princípio da Transparência, sendo também corolário do Princípio da Boa-fé Objetiva e do Princípio da Confiança (...) ⁶⁶

Conclui-se, portanto, que a legislação brasileira contém dispositivos que repudiam a prestação de informações falsas no âmbito do mercado de capitais, desde

Relevante mencionar que a CVM a partir do registro de uma oferta, não se torna responsável pela veracidade das informações ou viabilidade dos projetos mencionados, como define o Art. 56, §7º, da CVM 400/2002. Por outro lado, se a falha informacional for constatada nas demonstrações financeiras periódicas, tanto os auditores quanto a companhia e seus administradores poderão ser responsabilizados por eventuais danos causados, decorrentes de dolo ou culpa no exercício de suas funções. Por fim, se a falha informacional ocorrer com relação à obrigação de se divulgar atos. Regras sobre publicação de projeções estão previstas nos artigos 19 e 20 da Instrução CVM 480/2009". ACOSTA, Felipe Guerra. *Opus cit.*, p. 27-8.

⁶⁵ BOTREL, Sérgio. Fusões e Aquisições: regime jurídico das negociações e sua documentação. *In: Direito Societário: análise crítica*. Sérgio Botrel (coordenador). São Paulo: Saraiva, 2012, p. 161.

⁶⁶ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, 2ª Turma, Recurso Especial 586316-MG, rel. Min. Herman Benjamin, j. 17.04.2007, v.u. DJU 19.03.2009.

a esfera constitucional à regulações autárquicas da CVM, passando por leis infraconstitucionais.

2.4 ENFORCEMENT PÚBLICO E PRIVADO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Em obra produzida pelo Instituto Ibero-americano de Mercados de Valores (IIMV), entidade com sede em Madrid que congrega 20 países falantes das línguas espanhola e portuguesa, incluindo o Brasil, o conceito de *enforcement* foi objeto de estudo:

O enforcement sempre tem sido percebido como uma variável absolutamente indispensável para o êxito da regulação e, como parte integrante do próprio processo regulatório, três elementos ou etapas, a saber: a promulgação de uma legislação apropriada, a criação de administrações regulatórias e normas, **e a implementação dessas normas sobre as pessoas ou instituições a ser influenciadas ou controladas, sendo esta última (o enforcement) vital para o êxito da regulação, assim como as outras duas.**⁶⁷

(Grifo nosso)

Especificamente no que se refere ao mercado de capitais, ambiente em que os efeitos dos atos praticados pelos agentes podem tomar proporções bastante significativas, o *enforcement* ocupa papel indissociável da regulamentação em si:

(...) no âmbito específico dos mercados de capitais, pelas próprias características de sua maior complexidade e dos riscos envolvidos, a proteção dos investidores menos sofisticados ou de menor capacidade econômica sempre foi percebida como um objetivo inseparável da regulação. Essa preocupação está bem mais justificada perante a repercussão que as práticas

⁶⁷ RUYZ, Mayte de Miguel; VASCO, José Alexandre Cavalcanti. Aspectos gerais do *enforcement* em matéria de proteção do investidor. In: **A Proteção do Investidor nos Países Ibero-Americanos**. Madrid: Fundação Instituto Ibero-americano de Mercados de Valores (IIMV), 2013. Disponível em: <<http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/11/Capitulo1.pdf>>. Acesso em: 29 abr. 2018, p. 19-20.

ilícitas podem gerar na confiança sobre os mercados e as estruturas criadas para sua supervisão e para punir delitos e outros ilícitos financeiros.⁶⁸

Nesse sentido, toda a regulamentação relacionada ao dever de informar explorada no capítulo anterior tornar-se-ia inócua sem a existência de mecanismos que monitorassem a observância dessas regras pelos agentes de mercado e imponham a correspondente punição aos transgressores. Dito de outro modo, “ainda que as regras de direito material sejam de excelente qualidade, se não estiverem acompanhadas de instrumentos necessários para garantir seu cumprimento e efetividade, contribuirão para modelos extremamente ineficientes”.⁶⁹

Cabe ressaltar que o investidor, em sua decisão quanto ao mercado em que alocação seus recursos, leva em consideração o nível de *enforcement* existente naquela praça. Quando um mercado de capitais possui elevado nível de *enforcement*, a confiança do investidor tende a também se elevar, o que corrobora para a atração de mais investimentos:

A importância do enforcement para a confiança da população e dos investidores nos mercados e suas instituições se apresenta como um elemento de especial relevância para os países onde esses mercados são menos desenvolvidos e grande parte dos investidores possui um menor grau de educação ou sofisticação, no sentido de uma menor capacidade de compreender os potenciais riscos envolvidos nas diferentes operações, produtos e serviços a sua disposição. Segundo apontam alguns estudos, a decisão de investir em ações envolve uma dimensão emocional muito forte, sendo muito mais influente este fator quanto menor for o grau de educação do investidor. Desse modo, uma redução do grau de confiança no mercado pode conduzir a dramáticas reduções no grau de participação da população nos mercados de valores. Evidentemente, essa inferência deve ser tomada com cautela e não pode desconsiderar as características sociais, demográficas, econômicas e inclusive culturais de cada país, porém pode servir como uma alerta para a potencial redução da participação do mercado de capitais na vida nacional diante das crises de confiança da população.^{70 71} (Grifo nosso)

⁶⁸ RUYZ, Mayte de Miguel; VASCO, José Alexandre Cavalcanti, 2013, p. 20. Em virtude da dificuldade de monitoramento das condutas praticadas nos mercados financeiro e de capitais, a utilização da tecnologia tem desempenhado papel importante. Nos Estados Unidos, a utilização de robôs para monitoramento de operações no mercado de capitais já é uma realidade. A respeito, ver artigo recentíssimo publicado pela professora da Universidade do Texas Susan Morse: MORSE, Susan C. **Government-to-robot enforcement.** Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3143716>. Acesso em: 30 abr. 2018.

⁶⁹ TONIN, Mayara Gasparoto; ISFER, Mayara Roth; Apontamentos sobre a efetividade do sistema de aplicação da lei (enforcement) no mercado de valores mobiliários brasileiro. **Revista de Direito Empresarial.** São Paulo: Revista dos Tribunais, vol. 9, maio-jun./2015, p. 264.

⁷⁰ RUYZ, Mayte de Miguel; VASCO, José Alexandre Cavalcanti. *Opus cit.*, p. 21.

⁷¹ Também nesse sentido: “Persuadir investidores a comprometer recursos financeiros em condições de um mercado livre (*arm’s length*) em companhias abertas requer um regramento societário e do

Conforme aponta Luigi Zingales, recorrendo ao ramo da Psicologia, uma intensa divulgação de casos de fraude pode gerar um efeito negativo sobre a confiança do investidor nesse mercado; contudo, a divulgação maciça do *enforcement* aplicado a esses casos pode gerar efeito positivo, aumentando ainda mais a confiança do investidor, que percebe que aqueles que cometem ilícitos são realmente punidos⁷².

A Organização Internacional de Valores Mobiliários – IOSCO é uma associação interamericana fundada em 1983, que conta com representantes dos órgãos reguladores de valores mobiliários de mais de cem países, representando mais de 95% dos órgãos reguladores no mundo. A CVM, representando o Brasil, foi uma de suas fundadoras⁷³. “Os três objetivos da IOSCO são: (i) proteger os investidores; (ii) garantir que os mercados operem de forma justa, eficiente e transparente: e (iii) reduzir o risco sistêmico”.⁷⁴

Confira-se que, para a IOSCO, a existência de *enforcement* efetivo é **condição** para cumprimento de seus objetivos institucionais, entre eles o de proteger os investidores do mercado de capitais:

mercado de capitais efetivo, bem como de instituições eficientes. Isso implica tanto em leis apropriadas quanto instituições que efetivamente pratiquem o *enforcement*. (...) Contudo, é assentado na literatura que a qualidade das instituições encarregadas do *enforcement* é ao menos tão importante quanto o direito material em si com vistas a facilitar o investimento” (tradução nossa). Do original em inglês: “*Persuading financiers to commit funds on an arm’s-length basis to public companies requires effective corporate and securities laws and associated institutions. This implies both appropriate rules and effective enforcement institutions. (...) However, it is well-established in the literature that the quality of enforcement institutions are at least as important as the substantive law in facilitating investment*”. ARMOUR, John; SCHMIDT, Caroline. Building enforcement capacity for brazilian corporate and securities law. **European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law**. Law working paper n. 344/2017, fev./2017, p.2. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract_id=2901698>. Acesso em: 22 dez. 2017.

⁷² “Uma forma com que um governo pode afetar a confiança das pessoas no mercado é por meio de um *enforcement* rígido sobre as regras existentes. Sabemos da psicologia que eventos proeminentes tendem a pesar fortemente sobre a mente das pessoas. Assim, enquanto a elevada divulgação de casos individuais de fraude pode gerar um efeito negativo na confiança, a elevada publicidade do *enforcement* aplicado nesses casos pode gerar um efeito positivo. (...) Além desses argumentos psicológicos para a regulação, há também diversas razões econômicas pelas quais a presença de investidores não sofisticados [ou não qualificados] devem conduzir a alguma espécie de regulação” (tradução nossa). Do original em inglês: “*One way a government can affect people’s trust is through rigorous enforcement of existing rules. We know from psychology that salient events tend to weigh heavily in people’s minds. Thus, while highly publicized individual cases of fraud can have a negative effect on trust, highly publicized cases of enforcement can have a positive effect. (...) Besides these psychological arguments for regulation, there are also several economic reasons why the presence of unsophisticated investors should lead to some form of regulation*”. ZINGALES, Luigi, 2009.

⁷³ Cf.: <<http://www.cvm.gov.br/menu/internacional/organizacoes/iosco.html>>. Acesso em: 18 abr. 2018.

⁷⁴ Tradução nossa. Do original em inglês: “*This Document sets out 38 Principles of securities regulation, which are based upon three Objectives of securities regulation. These are: protecting investors; ensuring that markets are fair, efficient and transparent; reducing systemic risk.*”. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

(...) Esta breve introdução destaca a existência de um enforcement efetivo como condição necessária para alcançar os objetivos pretendidos pela própria regulação do mercado de capitais, conclusão que está avaliada pela Organização Internacional de Comissões de Valores (IOSCO, pelas suas siglas em inglês).⁷⁵

(Grifo nosso)

Para North, a falta de *enforcement* é o principal elemento responsável pela estagnação de um mercado e sua manutenção em nível subdesenvolvido:

(...) a incapacidade das sociedades de desenvolverem mecanismos de cumprimento e execução (*enforcement*) de contratos a baixos custos de transação é a fonte mais importante de estagnação e subdesenvolvimento contemporâneo no Terceiro Mundo.⁷⁶

Tal afirmação decorre da compreensão de North de que os indivíduos reagem aos incentivos criados pelas instituições (formais e informais), de modo que um mercado com instituições fracas, isto é, que não monitoram e não fiscalizam o cumprimento das “regras do jogo” pelos agentes, tende a se manter subdesenvolvido. Daí que o Estado ocupa relevante papel ordenador, ao tempo em que “pode influenciar o desenvolvimento do quadro institucional promulgando leis e criando organizações públicas mais adequadas”.⁷⁷

A partir desse entendimento, North passa a abordar aquela que seria a marca do pensamento econômico da Nova Economia Institucional, corrente da qual seria considerado o principal representante, ao lado de Ronald Coase, qual seja, o papel que as instituições desempenham no mercado.

No entendimento de North,

(...) o termo *instituições* tem um significado específico. Ele é capturado pela metáfora de que as instituições são as “regras do jogo”. De forma mais técnica, as instituições são as restrições estabelecidas pelo homem que limitam suas interações no campo político, econômico e social. Há dois tipos

⁷⁵ RUYZ, Mayte de Miguel; VASCO, José Alexandre Cavalcanti, 2013, p. 22. Ao trecho entre parênteses e aspas no final do texto o autor remete para o endereço <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>>.

⁷⁶ NORTH, Douglass *apud* SALAMA, Bruno Meyerhof. Sete enigmas do desenvolvimento em Douglass North. In: DIMOULIS, Dimitri; VIEIRA, Oscar Vilhena (orgs.). **Estado de direito e o desafio do desenvolvimento**. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 49 (Coleção direito, desenvolvimento e justiça).

⁷⁷ SALAMA, Bruno Meyerhof. *Opus cit.*, p. 50.

de instituições: as formas e as informais. Exemplos de instituições formais são as constituições, leis ordinárias, regulamentos, direitos de propriedade, e assim por diante; exemplos de instituições informais incluem normas de comportamento, códigos de conduta, convenções, tabus, valores, crenças, costumes, religiões e assim por diante. Em conjunto, instituições formais e informais limitam a atuação dos diversos indivíduos e entes sociais, inclusive empresas (...)⁷⁸

Nesse sentido, temos um regramento emanado do Estado e de suas **instituições formais** – conforme aqueles que foram expostos no capítulo anterior – sendo que o *enforcement* a ele correspondente aqui denominamos **enforcement público**.

Contudo, conforme bem ressalta North, lado a lado das instituições formais estão as **instituições informais**, aquelas que emitem regras cujo cumprimento não é imposto, mas sim uma faculdade do agente que opera no mercado. A seu turno, o monitoramento quanto ao cumprimento desse regramento não é tarefa que incumbe ao Estado, mas sim aos próprios agentes de mercado. É o que aqui chamamos de **enforcement privado**.

Conforme lição de Tercio Sampaio Ferraz Junior:

Tanto nos Estados Unidos da América como na Comunidade Europeia, existe uma discussão de grande atualidade sobre o papel agregador da força dissuasória do *enforcement* privado em face do *enforcement* público. Essa discussão, que tem, à primeira vista, um sentido econômico, aponta, no entanto, fortemente, do ângulo jurídico, em termos de segurança jurídica, para o direito ao acesso a mecanismos legais eficazes que permitam a todas as vítimas ser plenamente indenizadas pelos danos sofridos. Um intercâmbio entre praticabilidade e aplicabilidade é, pois, central para um juízo adequado sobre a metodologia apropriada a ser empregada nas cortes de Justiça, no sentido de instrumentos procedimentais, standards legais e regras de publicização capazes de fazer de dados econométricos documentos processuais eficientes.⁷⁹

No entanto, independentemente da natureza do *enforcement* – se público ou privado –, é o regramento do regime de divulgação de informações observado pelos agentes de mercado, em especial pelas companhias abertas, que possui maior impacto.

⁷⁸ SALAMA, Bruno Meyerhof. *Opus cit.*, p. 45.

⁷⁹ FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. Direito da concorrência e *enforcement* privado na legislação brasileira. In: **Revista de Defesa da Concorrência (RDC)**. Vol. 1, n. 2, nov./2013, p. 12. Publicação oficial do CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica.

Isso decorre do fato de que é com base nas informações divulgadas que o investidor tomará sua decisão de investimento. Portanto, tais informações devem ser preparadas de forma clara, precisa e, obviamente, verdadeira, sob pena de tornar a decisão de investimento viciada, eis que fundamentada em premissas falsas. A informação também deverá ser disponibilizada ao público investidor tempestivamente, a ponto de permitir ao detentor do valor mobiliário sair ou não do investimento com o menor dano possível.⁸⁰

A respeito, confira-se comentário de Viviane Muller Prado:

O bom funcionamento do mercado de valores mobiliários e a proteção do investidor exigem transparência e a boa qualidade das informações fornecidas pelas companhias. **Para o cumprimento dos deveres legais, regulamentares da CVM e da própria auto-regulação (sic) das empresas é bastante importante o papel fiscalizador da CVM e sua função punitiva daquelas companhias que não cumprem suas obrigações de fornecer corretamente ao mercado e aos investidores informações para a tomada de decisões de investimentos.**⁸¹

(Grifo nosso)

⁸⁰ Dentre os 38 princípios estabelecidos pela IOSCO como aqueles que devem reger a regulação do mercado de valores mobiliários de seus signatários, destacam-se os seguintes: “E. Princípios para os Emissores de Valores Mobiliários. [...] 16. As demonstrações financeiras e resultados, bem como riscos e outras informações que podem influenciar na escolha do investidor deverão ser disponibilizadas de forma completa, precisa e tempestiva. 17. Os detentores de valores mobiliários em uma companhia deverão ser tratados de forma justa e igualitária. 18. Os padrões de contabilidade adotados pelos emissores de valores mobiliários no preparo de suas demonstrações financeiras deverão ser de qualidade elevada e internacionalmente aceita” (Tradução nossa). Do original em inglês: “*Principles for Issuers: 16. There should be full, accurate and timely disclosure of financial results, risk and other information which is material to investors’ decisions. 17. Holders of securities in a company should be treated in a fair and equitable manner. 18. Accounting standards used by issuers to prepare financial statements should be of a high and internationally acceptable quality.*” Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>>, p. 8. Acesso em: 30 abr. 2018.

⁸¹ PRADO, Viviane Muller *et al.* Decisões da CVM em matéria societária no período de 2000 a 2006. In: WALD, Arnaldo (Org). **Direito Empresarial: sociedades anônimas.** São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, p. 76. Neste interessante levantamento, os autores catalogaram decisões proferidas pela CVM entre 2000 e 2006 envolvendo a irregularidade na prestação de informações no mercado de capitais, incluindo cadastro ou registro irregular da companhia; irregularidade nas demonstrações financeiras; não elaboração, atualização ou divulgação das demonstrações financeiras; ausência de escrituração contábil; não divulgação de informação aos investidores ou aos acionistas; não divulgação de fato relevante; irregularidade das informações prestadas; não atendimento a intimações da CVM ou não encaminhamento de informações; embaraços à fiscalização pela CVM; não comunicação de aumento na participação acionária; irregularidades em prospectos de distribuição ou de oferta; não divulgação de risco para o investidor; fraude envolvendo lançamentos contábeis fictícios ou irregulares. Conforme destacam, nesses casos envolvendo irregularidades na prestação de informações por vezes a empresa de auditoria figurou como acusada no inquérito administrativo.

Contudo, o que se verifica é que o *enforcement* público no mercado de capitais brasileiro, principalmente no que se relaciona ao ressarcimento de investidores prejudicados por falhas informacionais, é pífio⁸². Um dos elementos que contribui para isso é a situação do judiciário estatal brasileiro⁸³, sob dois aspectos principais.

O primeiro deles é a demora na conclusão dos processos judiciais, o que ocasiona grande volume de demandas pendentes de julgamento, as quais por vezes demoram mais de dez anos para serem julgadas em definitivo⁸⁴. Essa morosidade é incompatível com a lógica societária e empresarial⁸⁵, ainda mais no mercado de capitais, ambiente de negócios extremamente dinâmico. Um dos motivos que justificam essa duração tão longa dos processos judiciais seria a excessiva quantidade de recursos existentes na legislação brasileira, permitindo às partes arrastar um processo durante anos e em várias jurisdições⁸⁶.

Contudo, isso não explica o porquê de as partes preferirem arrastar o processo por tanto tempo – o que implica em custos diversos, com advogados, custas, desgaste – ao invés de optarem pela celebração de um acordo, pondo fim à demanda⁸⁷.

Tal questionamento conduz ao segundo aspecto que nos interessa para esta análise: a incerteza quanto à decisão judicial. Essa incerteza é manifestada de diversas formas, entre elas (i) pela regra geral de caráter não vinculante das decisões

⁸² A partir de ampla investigação jurisprudencial, a pesquisadora Viviane Muller Prado encontrou um único caso em que investidores foram financeiramente ressarcidos por falhas informacionais cometidas por companhia aberta, o caso envolvendo o Banco Real/ABN Amro, objeto do acórdão TJSP, 5ª Câmara de Direito Privado, Apelação Cível 9247433-87.2005.8.26.000, Rel. Christine Santini, j. 23.11.2011. PRADO, Viviane Muller. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 370.

⁸³ Também conforme Viviane Muller Prado, o cumprimento e exigibilidade das leis referentes ao mercado de capitais (*enforcement*), ainda não tiveram a merecida reflexão no Brasil, de modo que há fragilidades em nosso sistema de proteção ao investidor do mercado de capitais. Segundo aponta, o Poder Judiciário é considerado um gargalo para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, o qual tenta-se contornar por meio da adoção da arbitragem em substituição à jurisdição estatal. A partir de sua pesquisa jurisprudência, concluiu que “os resultados encontrados são bastante interessantes e contraintuitivos à ideia inicial de que o Poder Judiciário seria o *locus* para se obter a proteção dos investidores e viabilizar o seu ressarcimento”. PRADO, Viviane Muller. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 368; 370.

⁸⁴ ARMOUR, John; SCHMIDT, Caroline. *Opus cit.*, p. 5.

⁸⁵ TONIN, Mayara Gasparoto; ISFER, Mayara Roth. *Opus cit.*, p. 273.

⁸⁶ ARMOUR, John; SCHMIDT, Caroline. *Opus cit.*, p. 6.

⁸⁷ *Ibid.*, p. 6-7.

judiciais⁸⁸, em contraponto à doutrina dos precedentes da *common law*⁸⁹; (ii) pela falta de *expertise* dos juízes no trato de matérias empresariais; e, talvez a mais grave delas, (iii) pela possibilidade de o juiz levar em conta na interpretação e julgamento do caso concreto as consequências sociais e econômicas da relação privada, o que o intitula a intervir no negócio jurídico celebrado entre as partes⁹⁰. Essa intervenção, quando realizada com o fito de prevenir ou corrigir externalidades causadas a terceiros oriundas da relação contratual firmada pode ser bem-vinda, mas não em situações cujas consequências importam tão somente às partes contratantes⁹¹.

Como forma de contornar as ineficiências do *enforcement* público, florescem novos arranjos entre os agentes de mercado, os quais criam mecanismos de *enforcement* privado que visam endereçar de forma mais eficaz a garantia de efetividade dos direitos das partes envolvidas.⁹²

Em relação à ineficiência do Poder Judiciário brasileiro descrita, um desses mecanismos privados que surgem é a utilização do procedimento arbitral para resolução de conflitos. Prevista no Brasil pela Lei 9.307/1996, a utilização da arbitragem no mercado de capitais é frequente, sendo que cada vez mais companhias elegem em seus estatutos sociais esta forma de resolução de conflitos.

Em apertada síntese, a arbitragem permite que as partes elejam os julgadores da demanda, o que em tese permite a apreciação da questão por julgadores especializados; a duração do procedimento tende a ser inferior à média de duração

⁸⁸ Salienta-se que essa é a regra geral, havendo no ordenamento jurídico brasileiro mecanismos que visam harmonizar as decisões judiciais, como a súmula vinculante e o Incidente de Resolução de Demandas Repetitivas (IRDR).

⁸⁹ Para uma análise de direito comparado sobre a força dos precedentes na legislação brasileira e de países da *common law*, ver: MITIDIERO, Daniel. **Precedentes**: da persuasão à vinculação. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

⁹⁰ Fora do mercado de capitais, um exemplo dessa danosa intervenção estatal por meio do Judiciário, que acarreta insegurança jurídica e fere a autonomia privada das partes, destaca-se o julgamento proferido no Recurso Especial n. 1.335.619/SP, no qual o Superior Tribunal de Justiça substituiu a forma de apuração de haveres sociais prevista em contrato social de sociedade empresária pelo método de fluxo de caixa descontado apoiado, entre outros, no argumento de que tal forma de avaliação seria a mais justa para assegurar efetiva indenização do sócio. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.335.619/SP, Rel. Ministra NACY ANDRIGHI, TERCEIRA TURMA, julgado em 03/03/2015, DJe 27/03/2015.

⁹¹ Essa interferência na relação contratual privada é hodiernamente fundamentada no princípio da função social previsto no art. 5º, XXIII da Constituição Federal, conceito este extremamente subjetivo e que sujeita as contratações privadas a um nível de insegurança indesejável, ao arbítrio imprevisível do julgador ARMOUR, John; SCHMIDT, Caroline. *Opus cit.*, p. 8. Cf: REZENDE, Christiane Leles; ZYLBERSZTAJN, Decio. Quebras contratuais e dispersão de sentenças. In: **Rev. Direito GV [online]**. 2011, vol.7, n.1, pp.155-176. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1808-24322011000100008&script=sci_abstract&tlng=pt>. Acesso em: 24 maio 2018.

⁹² ARMOUR, John; SCHMIDT, Caroline. *Opus cit.*, p. 8-9.

de um processo judicial; por ser em regra sigiloso, expõe menos a companhia perante o mercado⁹³.

O tema da arbitragem se conecta com aquele que talvez seja o exemplo mais relevante de *enforcement* privado no mercado de capitais brasileiro: a auto regulação via a criação, pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, de segmentos especiais de listagem para companhias abertas, o que se iniciou com o *Novo Mercado*, no ano 2000⁹⁴.

As companhias que, facultativamente, optem por aderir a esse segmento de listagem, devem se comprometer em adotar padrões de governança corporativa mais elevados. Dentre tais compromissos, está a inclusão, em seu estatuto social, da arbitragem como mecanismo de resolução de conflitos, cujo procedimento deverá tramitar perante a CAM – Câmara de Arbitragem do Mercado, corte criada em 2001 e que funciona dentro da estrutura da B3 (atual Bovespa)⁹⁵. Além disso, “os requisitos de adesão ao Novo Mercado requerem da companhia um compromisso de divulgação de informações ao mercado muito além das obrigações previstas em lei”⁹⁶.

No caso de descumprimento das previsões do Regulamento do Novo Mercado por companhia listada nesse segmento, caberá à B3 aplicar-lhe a correspondente sanção, que, em ordem da mais branda para a mais drástica, poderá ser de (i) advertência por escrito; (ii) multa; (iii) censura pública; (iv) suspensão; ou (v) saída compulsória (expulsão) da companhia do Novo Mercado⁹⁷.

A divulgação pública de aplicação de sanções pode ferir a reputação da empresa perante o mercado, atuando como um incentivo (*enforcement* privado) para as companhias cumprirem as regras previstas no regulamento⁹⁸.

⁹³ Ibid., p. 10.

⁹⁴ CAMARGO, André Antunes Soares de. *Opus cit.*, p. 103.

⁹⁵ Cf. art. 39 do Regulamento do Novo Mercado. BOVESPA – BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D0976069F0D701606FEEC81D2597>>. Acesso em 28 maio 2018.

⁹⁶ CAMARGO, André Antunes Soares de. *Opus cit.*, p. 102. Para maior detalhamento vide artigos 25 a 30 da Seção IX - Informações Periódicas e Eventuais; e artigos 31 a 36 da Seção X – Documentos da Companhia, todos do Regulamento do Novo Mercado, *ibid.*

⁹⁷ Cf. art. 55 do Regulamento do Novo Mercado. BOVESPA – BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D0976069F0D701606FEEC81D2597>>. Acesso em 28 maio 2018.

⁹⁸ A reputação ou imagem corporativa é a visão os *stakeholders* têm da empresa, em relação à credibilidade da identidade declarada. Cf. WHETTEN, David A.; MACKEY, Alison *apud* CALEGARI, Izabela Parnaíba. **Os efeitos da reputação corporativa no custo de capital próprio em empresas brasileiras listadas**. 2014. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN).

Atualmente a Bovespa conta os seguintes segmentos de listagem, em ordem do menor para o maior nível de governança: (i) Básico; (ii) Bovespa Mais; (iii) Bovespa Mais Nível 2; (iv) Nível 1; (v) Nível 2; e (vi) Novo Mercado.

Diante do exposto, o que se observa é que, para além das exigências legais e regulatórias de *disclosure* impostas aos agentes de mercado, há iniciativas de *enforcement* privado promovidos por instituições e pelas companhias participantes do mercado.

3 ELEMENTOS DO DEVER DE REPARAÇÃO DE DANOS CAUSADOS A INVESTIDORES POR COMPANHIAS ABERTAS

A legislação brasileira que regula o mercado de capitais sofreu e sofre forte influência do sistema normativo norte-americano.

Não obstante, em que pese as semelhanças entre as regulações dos dois países no que se refere à proteção do investidor e ao dever de informar, o que se verifica é que as iniciativas de demandas reparatórias movidas por acionistas aqui e lá conduzem a resultados absolutamente distintos. O objeto deste capítulo é investigar os fundamentos jurídicos que produzem esse resultado.

3.1 LEGITIMIDADE ATIVA DO ACIONISTA: A QUESTÃO DO DANO DIRETO X DANO INDIRETO

Os efeitos indesejados decorrentes da falha no dever de informar poderão afetar pessoas distintas, os investidores, terceiros, a própria companhia e, em nível mais amplo, a coletividade em geral:

Os efeitos decorrentes do descumprimento ou violação dos deveres de um administrador podem refletir de diversas maneiras: tanto podem ser afetados aqueles que investem o seu patrimônio em valores mobiliários, quanto parceiros comerciais que dependam da atividade da companhia. Além disso, as consequências da má administração irão, por óbvio, afetar a própria companhia e a coletividade na qual se insere a companhia. (...) Naturalmente existe um risco inerente a estes investimentos. Contudo, se porventura houver diminuição de patrimônio como resultado de infrações praticadas pelos administradores, o acionista poderá requerer ressarcimento.⁹⁹

Um único ato ilícito praticado poderá, ainda, repercutir em planos jurídicos distintos. Na lição de Nelson Eizirik:

⁹⁹ GIBRAN, Sandro Mansur; VIANNA, Gabriel Russi. **O administrador, a sociedade anônima e sua responsabilidade social e coletiva.** Disponível em <<http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=ba51e6158bc8f80f>>. Acesso em: 15 abr. 2018.

Não há, em princípio, uma distinção de essência entre o ilícito civil, o penal e o administrativo; em todos eles existe o mesmo fundamento ético, constituído pela infração a um dever preexistente e pela imputação do resultado à consciência do agente. Assim, a ilicitude é uma só, embora as suas consequências, na esfera jurídica, possam ser diversas.¹⁰⁰

Na esfera do investidor, cerne deste trabalho, a falha no dever de informar conduz a uma decisão de negócio que terá sido prejudicada, em função de ter-se apoiado em elemento que não representava a realidade analisada ou pelo fato de a informação ter sido disponibilizada de forma intempestiva, impossibilitando a tomada de decisão antes da produção dos efeitos econômicos gerados pela informação¹⁰¹.

No campo das ciências econômicas, as escolas clássica e neoclássica da economia¹⁰² adotaram a concepção segundo a qual os agentes econômicos tomam suas decisões baseadas na racionalidade, dando origem à ‘teoria da racionalidade econômica’ e ao *homo economicus*. Segundo essa teoria, com base nas informações disponíveis, o homem refletidamente toma sua decisão de modo a obter a satisfação mais completa possível ou a menor utilização marginal possível¹⁰³.

Retornando ao plano jurídico, a discussão envolvendo a possibilidade de ajuizamento de medida judicial por acionista contra a companhia pode ser objetivamente destacada em dois pontos: (i) se a legislação brasileira contempla essa

¹⁰⁰ EIZIRIK, Nelson et al. *Opus cit.*, 2011, p. 537.

¹⁰¹ Vide nota de rodapé 35. Além disso, conforme Eizirik, “O princípio do *disclosure* baseia-se na presunção de que uma vez adequadamente provido das informações relevantes sobre a companhia e sobre os títulos emitidos, o investidor tem condições de avaliar o mérito do empreendimento e a qualidade dos papéis”. EIZIRIK, Nelson et al. *Opus cit.*, 2011, p. 485.

¹⁰² Adam Smith, David Ricardo, Malthus, Stuart Mill e outros.

¹⁰³ PINHO, Diva Benevides. **A racionalidade econômica**: abordagem histórica. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/revhistoria/article/download/78556/82611>>. Acesso em: 16 maio 2018. Em que pese existam correntes que relativizam a influência da razão e pregam um papel mais central da emoção na decisão econômica, como a escola americana do comportamento, ou ‘*behaviourismo*’, atualmente capitaneadas pelo prêmio nobel de economia Richard Thaler e por Cass Sunstein, em alguma medida a racionalidade há de estar presente na decisão tomada. Cf. a autora citada: “(...) o problema da racionalidade das ações econômicas não se coloca com a mesma simplicidade com que a imaginaram os economistas clássicos e neoclássicos. Contudo, não se pode negar que o comportamento econômico constitua uma projeção de atos para os quais a racionalidade é o valor dominante, sobretudo quando considerado nas modernas sociedades tecnológicas. Nos comportamentos econômicos, a norma da racionalidade inscreve-se com muito maior nitidez do que, por exemplo, nas ações políticas ou nas relações familiares. A racionalidade caracteriza, pois, idealmente, um conjunto de estruturas e funções; é própria da organização econômica. Todos os atos econômicos tendem para a racionalidade e esta, sujeita a diferentes graus conforme a cultura, imprime-se em tipos especiais de organização”. Para uma reportagem atual e didática sobre o tema ver: HELGESEN, Sally. It’s all Cass Sunstein’s default. **Strategy+business**, Nova York, n. 88, autumn/2017, p. 46-57.

possibilidade; e (ii) em caso de resposta afirmativa, em que casos e sob que condições ela é permitida.

A análise do primeiro ponto deve iniciar pela verificação, no caso concreto, se o prejuízo experimentado pelo acionista foi direto ou indireto.

A doutrina do dano direto e indireto não é criação brasileira. A primeira referência à temática na jurisprudência estadunidense remonta a 1847, no caso *Smith v. Hurd*, em que foi afirmado que o dano causado pela negligência dos diretores no desempenho de suas funções faz emergir um direito de ação exclusivo da companhia, ainda que seus acionistas tenham também, indiretamente, sido prejudicados¹⁰⁴.

Conforme explicam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, acerca da legitimidade para a propositura da ação de responsabilidade em face de administradores:

Se quem sofreu o dano diretamente tiver sido a companhia é ela quem tem a ação, embora o acionista possa tê-lo sofrido indiretamente e mediatamente. Se o dano imediato e direto foi suportado pelo acionista, a ele e só a ele cabe a ação individual, mas não tem ele ação se o dano foi oblíquo ou indireto. HENRI e LEÓN MAZEAUD (*apud* CUNHA PEIXOTO, 1973, v. 4, n. 974, p. 92) assim explicam o conceito de “prejuízo indireto”: “Os sócios sofrem necessariamente um dano do fato de a sociedade suportar um prejuízo (...) cada sócio vê assim diminuir seu direito sobre o patrimônio social.” (...) “Mas o dano sofrido pelos sócios é o mesmo dano sofrido pelo grupo. Ele atinge o sócio como parte do grupo e na proporção de sua participação. O sócio não é atingido como indivíduo, mas como parte do grupo. O prejuízo social não atinge individualmente os sócios, não os atinge senão através do grupo, como membros dele”.¹⁰⁵

A distinção entre dano direto e indireto acarreta consequências significativas. É a partir dela que se define os procedimentos de indenização cabíveis, os legitimados

¹⁰⁴ EDITORS. **Distinguishing Between Direct and Derivative Shareholder Suits**, 110 U. PA. L. REV. 1147 (1962), p. 1148-49. Disponível em: <https://scholarship.law.upenn.edu/penn_law_review/vol110/iss8/5>. Acesso em: 6 maio 2018. Conforme objeto de análise do artigo, a diferenciação entre ações diretas e derivativas, com a consequentemente definição da parte legítima para propositura da ação competente e recebimento de eventuais indenizações, é necessária a fim de se evitar uma multiplicidade de ações que versem sobre o mesmo objeto. Entretanto, na hipótese de um evento causar tanto dano direto quanto indireto – o que, em tese, poderia ocorrer – tanto a companhia quanto os acionistas estarão intitulados à propositura das respectivas ações. A ação direta também poderia ser proposta em casos em que o acionista já se retirou da companhia – e, portanto, não se beneficiaria dos resultados de uma ação derivativa – ou ainda quando a companhia já foi extinta, o que obviamente a impediria de acionar os administradores.

¹⁰⁵ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). **Direito das companhias**. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 909-10.

para adoção das medidas e, principalmente, quem deverá arcar com a reparação e a quem esta reverterá¹⁰⁶.

E é precisamente neste ponto que reside o insucesso de parcela das ações individuais propostas por acionistas que se apresentam como prejudicados por atos praticados pela companhia e seus administradores. Em muitos casos o dano causado ao acionista não foi direto, mas sim indireto, hipótese em que a legitimidade para propositura da medida reparatória é exclusiva da companhia. É o caso, por exemplo, de ações de corrupção praticadas pelos administradores que afetaram o resultado da companhia: o efeito gerado, exclusivamente a partir do ato de corrupção praticado pelo administrador, é percebido diretamente pela companhia e apenas de modo indireto pelos acionistas¹⁰⁷.

Em sede de Recurso Especial, a partir da análise de caso em que se verificou a prática de ilícitos por administradores que causaram prejuízo ao patrimônio líquido da companhia, entendeu a Quarta Turma do STJ ser o acionista parte ilegítima para ajuizamento de ação individual, na medida em que experimenta danos indiretos em decorrência dessas práticas. Caberia, portanto, à companhia a adoção de medida reparatória em face dos administradores¹⁰⁸.

Em caso similar, em que administradores ocultaram receitas aferidas pela companhia, prejudicando o ativo da sociedade, a Terceira Turma do STJ anotou que os danos causados diretamente à sociedade produzem, em regra, reflexos indiretos a todos os seus acionistas. Desse modo, a forma adequada de reparação deve ser

¹⁰⁶ Conforme explica o professor Daniel Kleinberger: “Em qualquer contexto, a distinção entre demanda direta e derivada ou indireta acarreta consequências significativas. Os requisitos procedimentais são diferentes, bem como o são os remédios [jurídicos] disponíveis. Ademais, os remédios [jurídicos] beneficiam partes diferentes. Uma ação derivada ou indireta bem-sucedida tipicamente enriquece o cofre da companhia, ao passo que uma demanda direta bem-sucedida tipicamente coloca dinheiro diretamente nas mãos do acionista demandante” (Tradução nossa). Do original em inglês: “*In any context the distinction between direct and derivative claims carries significant consequences. The procedural requirements are different, as are the available remedies. In addition, the remedies benefit different parties. A successful derivative claim typically enriches the corporate treasury, while a successful direct claim typically puts money directly in the hands of the shareholder claimant*”. KLEINBERGER, Daniel. **Direct vs. Derivative, or "What's a Lawsuit Between Friends in an 'Incorporated Partnership'?"** (1996). Faculty Scholarship. Paper 223. Disponível em: <<http://open.mitchellhamline.edu/facsch/223>>. Acesso em: 6 maio 2018.

¹⁰⁷ Cf.: BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Apelação Cível n. 0043131-31.2015.4.02.5101 (2015.51.01.043131-8). Rel. Roy Reys Friede, Turma Espec. III - Administrativo e Cível, j. 23/09/2014, DJe 06/11/2014.

¹⁰⁸ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 1214497/RJ, Rel. Ministro João Otávio de Noronha, Rel. p/ Acórdão Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, j. 23/09/2014, DJe 06/11/2014.

em favor da companhia, sendo que tal ressarcimento financeiro aproveitará a todos os acionistas.¹⁰⁹

No âmbito do mercado de capitais norte-americano, um caso tido como paradigmático sobre a matéria é o *Barth vs. Barth*, processado no Estado de Indiana. Nesse processo, um acionista propôs, em seu nome, ação contra administradores da companhia Barth Electric Company Inc., listando supostas condutas ilícitas praticadas pelos seus administradores, condutas essas que teriam, por consequência, causado redução do valor das ações da companhia. Visava o autor, portanto, a reparação dos danos que teria sofrido, em seu entender, diretamente. Contudo, no caso em tela os julgadores entenderam que os prejuízos experimentados pelo autor foram apenas indiretos, tendo sido a companhia a diretamente prejudicada pelos atos de seus administradores:

Destarte, o ponto central do case pode ser assim resumido: os danos causados pelas fraudes e descumprimentos de deveres jurídicos pelo administrador (e sócio majoritário) causaram, segundo o Poder Judiciário do Estado de Indiana (EUA), dano indireto ao Autor, já que a diminuição do valor de suas ações tem como origem o prejuízo suportado pela Companhia (que é quem sofre o dano direto). Assim sendo, não poderia manejar ação direta, mas, tão somente, ação derivada. Merece destaque o fato de ter a Corte criado um mecanismo para viabilizar o seguimento da ação direta como derivada, desde que presentes alguns requisitos e condições que, no entanto, não se verificavam.¹¹⁰

No mercado de capitais brasileiro, cabe destacar o “caso Bombril”, processado em 1988 perante o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Baseado em situação fática similar à descrita em *Barth vs. Barth*, determinado acionista visou a responsabilização de administradores da companhia em função do pagamento de pró-labore superior ao aprovado pelos acionistas em assembleia geral. Segundo alegou, em virtude da prática desses ilícitos os resultados financeiros da companhia ficaram aquém do esperado, ocasionando redução dos dividendos distribuídos. A decisão dos julgadores foi de que o dano relatado pelo autor foi indireto, eis que a conduta reputada como causadora do prejuízo foi praticada em desfavor da companhia. Diante disso,

¹⁰⁹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 1014496/SC, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, j. 04/03/2008, DJe 01/04/2008.

¹¹⁰ MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro. O dano direto ao acionista minoritário na ação de responsabilidade do administrador de S/A: Estudo de Casos e Direito Comparado. In: **Revista Semestral de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Renovar, julho/dezembro 2008, n.3. p. 28-29.

não caberia ao acionista pretender indenização diretamente a si se o dano experimentado não foi direto¹¹¹.

Diante dos atos de corrupção recentemente revelados no âmbito da Operação Lava-Jato envolvendo a Petrobras e seus administradores, alguns investidores têm ajuizado ações de responsabilidade em nome próprio. Tais iniciativas serão objeto de análise mais aprofundada no capítulo 4.3 a seguir. Contudo, é possível adiantar que, em parte dos processos, o fundamento utilizado no pleito de reparação foram os próprios atos de corrupção perpetrados pelos administradores da companhia, os quais teriam causado a desvalorização da cotação das ações negociadas em bolsa e, por consequência, prejudicado o investidor detentor desses papéis.

Quer parecer, todavia, que o ato de corrupção em si – e a fundamentação do direito indenizatório exclusivamente fundado sobre tal premissa – teria causado dano direto à companhia.

Há que se distinguir, contudo, responsabilidade interna da externa da companhia, o que implica concluir na possibilidade de que em determinadas situações a pessoa jurídica ocupe ao mesmo tempo a posição de vítima do ilícito praticado por seus administradores e também responsável pelo dever de indenizar. Segundo Arnoldo Wald, a jurisprudência pátria firmou-se nesse sentido:

A jurisprudência se firmou, com decisões do STF, no sentido de se distinguir **a responsabilidade interna, na qual a empresa podia cobrar do culpado o prejuízo causado, e a externa em virtude da qual a empresa devia ser responsabilizada em benefício do terceiro lesado**, acionista ou não, sem prejuízo da eventual ação regressiva que teria contra seu funcionário. Poder-se-ia dizer que, no caso, a empresa era simultaneamente vítima (do ato ilícito do administrador) e responsável (pela indenização em favor do lesado).¹¹²

(Grifo do autor)

¹¹¹ “O ponto central, portanto, do referido *caso paradigma* relatado e que importa para o cotejo em tela é: os danos causados pela imputada má administração ocasionaram (na esteira do acórdão analisado) dano indireto ao autor, já que a diminuição de sua renda (dividendos) tem como origem o prejuízo no exercício social. Este prejuízo, como se sabe, é suportado pela Companhia que, logo, é quem efetivamente sofre o dano direto. Entretanto, o Autor/Agravado afirmou que tais danos seriam diretos, porém a indenização seria devida à Companhia. O egrégio Tribunal encilhou a questão classificando o dano como direto”. *Ibid.*, p. 31-2.

¹¹² WALD, Arnoldo. Considerações sobre a responsabilidade das companhias abertas no Direito brasileiro. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. Edição comemorativa pelos 40 anos da Lei n. 6.404/76. São Paulo: Almedina, nov/2016, p. 17.

Conforme lembra Wald, um dos *leading case* que fixou tal entendimento é o Recurso Especial n. 69.028/RS de 1971, que teve relatoria do Ministro Thompson Flores e presidência do Ministro Aliomar Baleeiro. Neste caso, em que se discutiu a validade de título de crédito (aval) firmado por diretor em desatenção às regras do estatuto social, escreveram os julgadores que, perante o terceiro de boa-fé, a companhia tinha o dever de honrar o título, não obstante pudesse acionar seus próprios administradores visando a justa reparação pelo abuso cometido. Anotaram, ainda, que a companhia tem o dever de fiscalizar os atos praticados pelos administradores, rechaçando a tese encampada pela defesa de que a sociedade era tão e somente vítima¹¹³. Se tal entendimento prosperasse, o terceiro de boa-fé, que transacionou apoiado na premissa de existência de segurança creditícia em função do aval, restaria absolutamente desamparado.

Na esteira desse precedente seguiram-se outras decisões proferidas pelo STJ, em que se prestigiou a proteção do terceiro de boa-fé¹¹⁴.

Tais precedentes mencionam a figura do “terceiro de boa-fé”, do que emerge o questionamento quanto a se o acionista da companhia se enquadra nessa posição de terceiro ou, se em decorrência da especificidade da relação societária que guarda com a pessoa jurídica, não.

Conforme Carnelutti, “terceiro é aquele que não é parte de determinada relação jurídica, um não-parte”¹¹⁵. Destarte, de uma primeira análise não parece ser o caso de o acionista ser um “não-parte” na hipótese de dano causado pela companhia, eis que se está diante, de um lado, da própria companhia (“presentada” por seus administradores) e o acionista, do que não se compreende como se poderá afirmar ser este último um “não-parte”¹¹⁶.

Ana Frazão, a seu turno, sana essa dificuldade, ao explicar que “a legislação brasileira, seguindo uma tendência do direito estrangeiro, iguala a proteção dos

¹¹³ Idem.

¹¹⁴ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 180301 SP 1998/0048146-0. Rel. Ministro Gilson Dipp, Quinta Turma, j. 19/08/1999, DJ 13/09/1999; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 1349223 SP 2012/0079409-1, Rel. Ministra Assusete Magalhães, j. 30/11/2017, DJ 04/12/2017. Ademais, vide nota de rodapé 120.

¹¹⁵ CARNELUTTI, Francesco *apud* ABBUD, André de Albuquerque Cavalcanti. **O conceito de terceiro no processo civil**. Disponível em <<http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67648>>. Acesso em: 12 dez. 2018.

¹¹⁶ Para Arnaldo Wald não há qualquer dificuldade nesse ponto: “(...) Embora a responsabilidade da empresa fosse geralmente invocada em casos nos quais os lesados não eram sócios ou acionistas da mesma, a tese de aplica ao sócio quando sofre prejuízo individual, sendo então considerado como terceiro para esse fim.” WALD, Arnaldo. *Opus cit.*, 2016, p. 18-9.

terceiros aos acionistas pois, havendo dano direto, tanto os primeiros como os segundos poderão exercer a pretensão indenizatória”¹¹⁷. Desse modo, a proteção conferida pela lei a terceiros e acionistas vítimas de dano direto praticado pela companhia deve ser estritamente a mesma, “criando-se, assim, um regime uniforme e homogêneo de responsabilização”¹¹⁸.

Situação que suscita menos discussão quanto à natureza do dano, se direto ou indireto, é a falha no dever de informar praticada pela companhia:

Certamente, os sócios sujeitam-se necessariamente a um prejuízo decorrente do prejuízo suportado pelo agrupamento. É evidente que se trata de um prejuízo material causado a uma sociedade, cada associado terá o seu direito sobre o patrimônio social diminuído. É ainda verdade que se trata de um prejuízo moral causado a uma pessoa, o associado é também atingido moralmente, como também, materialmente, proporcionalmente a sua participação no grupo. Mas o prejuízo suportado pelos associados é o mesmo sofrido pelo agrupamento. Ele somente atinge o sócio como parte do grupo e na proporção que lhe cabe. O sócio não é atingido enquanto indivíduo, mas enquanto parte do grupo (...). A pessoa jurídica interpõe-se entre os sócios e o autor da falta; ele forma um obstáculo insuperável às ações individuais dos sócios. Por exemplo, no caso de prejuízo causado ao patrimônio social por má gestão do administrador ou por culpa de um terceiro, somente uma ação social com exclusão de uma individual, permite obter a reparação do prejuízo. **Supondo-se, ao contrário, que as publicações de balanços falsos determinem uma pessoa a comprar ou subscrever ações da sociedade; esta pessoa submete-se a um prejuízo que lhe é particular; uma ação individual a permitirá demandar os administradores responsáveis pelas inexatidões do balanço.** ¹¹⁹

(Grifo nosso)

Essa prática afeta a esfera individual dos investidores diretos:

¹¹⁷ FRAZÃO, Ana. **Companhias abertas e ações de indenização movidas por investidores**. Disponível em <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/companhias-abertas-e-acoes-de-indenizacao-movidas-por-investidores-21022018>>. Acesso em: 12 abril 2018.

¹¹⁸ Idem. Em mesmo sentido: “Ao contrapor a instituição ‘companhia’ àqueles que não compõem a administração, todo o mercado se coloca como terceiros à companhia, dentre os quais os próprios acionistas”. CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **A securities class action estadunidense: apontamentos para a construção de um modelo eficaz de tutela coletiva de investidores no Brasil**. 2017. Dissertação (Mestrado em Direito) – Setor de Ciências Jurídicas, Universidade Federal do Paraná. Disponível em <<http://calvados.c3sl.ufpr.br/bitstream/handle/1884/47172/R%20-%20D%20-%20GUILHERME%20BONATO%20CAMPOS%20CARAMES.pdf?sequence=1&isAllowed=y>> p. 114. Acesso: 4 maio 2018.

¹¹⁹ MAZEAUD, Henri e Léon *apud* PINHO, Luciano Fialho de. **A ação de responsabilidade civil proposta em face dos administradores de sociedades anônimas**. Dissertação (Mestrado em Direito). UFMG: Belo Horizonte, 2000, p. 39.

É desse modo que os atos praticados por administradores de sociedades anônimas (diretores e conselheiros) assumem papel relevante de tal forma no mundo capitalista que, **no tocante às companhias de capital aberto que operam no mercado de valores mobiliários, já é corrente a tutela de interesses difusos e coletivos para coibir práticas abusivas e que comprometem imediatamente a investidores diretos, bem como, mediatamente, à economia nacional.**¹²⁰

(Grifo nosso)

Isto posto, é oportuno prosseguir com breve análise acerca da relação entre administradores e acionistas. Com o surgimento das companhias, verificou-se fenômeno posteriormente denominado *conflito de agência*, qual seja, conflito de interesses entre os detentores do capital (acionistas) e aqueles incumbidos da gestão diária da atividade empresária (administradores). A esse respeito, a lição de Pedro Pais de Vasconcelos vem em boa hora:

O tema da responsabilidade dos titulares dos órgãos de gestão das sociedades comerciais importa a consideração da relação entre *ownership* e *management*, na perspectiva anglo-saxônica da *agency*. Na doutrina anglo-saxônica do direito das sociedades esta perspectiva é banal. Por *ownership* é designada a posição dos sócios, dos detentores de capital, daqueles que investiram na sociedade através da subscrição do capital inicial ou de subsequentes emissões, na qualidade de sócios, de titulares de participações sociais. Por *management* é designada a posição dos titulares dos órgãos de administração de gestão da sociedade e também dos próprios órgãos de gestão.

Agency é uma figura e uma doutrina típica e tradicional no direito anglo-saxônico que exprime a relação entre alguém que entra na gestão de interesses ou de bens alheios e os titulares desses interesses ou bens, e que se aplica também à relação entre a sociedade, na posição de *principal*, e os gestores, na posição de *agentes*.¹²¹

Assim, na concepção tradicional da doutrina da *agency* ou conflito de agência os gestores ocupam a posição de *agents* ou agentes, “que devem exercer o seu ofício por conta e no interesse dos sócios que investem no negócio. Este é o sistema da *shareholder primacy*”¹²².

¹²⁰ SANTIAGO, Márcia Andrade. **A responsabilidade de administrador de sociedade anônima**. Disponível em: <<http://revistas.ufpr.br/direito/article/download/1774/1471>>. Acesso em: 15 abr. 2018, p. 104.

¹²¹ VASCONCELOS, Pedro Pais de. Responsabilidade civil dos gestores das sociedades comerciais. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. São Paulo: Almedina, maio/2017, p. 13-4.

¹²² *Ibid.*, p. 15.

A compreensão da forma tradicional da doutrina do conflito de agência é particularmente importante ao momento de se verificar a especificidade da relação travada entre acionistas e companhia de capital fechado se comparada à relação mantida entre acionistas e companhia de capital aberto.

Novamente recorremos ao magistério de Pedro Pais de Vasconcelos:

Mas a separação entre *ownership* e *management* suscita uma outra perspectiva.

Nesta outra perspectiva, a sociedade é também vista como uma aliança entre diversas pessoas: sócios, gestores, empregados, fornecedores, clientes, entre quem é tácita ou expressamente partilhado o poder e o resultado. Não devem ser confundidas a titularidade das participações sociais e da sociedade. Da personalização da sociedade resulta que é esta a dona da empresa; **os sócios são donos apenas ações ou, em termos mais genéricos, das suas participações sociais. (...)**

O surgimento das grandes sociedades anónimas cotadas com o capital pulverizado e sem maiorias de domínio enfraquece o papel do sócio individual na *corporation* e na *public company*. Nesta perspectiva, porém, os administradores não deixam de ser *agents*, mudando apenas a qualidade de *principal* que deixa de caber apenas aos titulares das participações sociais, para se alargar a outras categorias de interessados, como os empregados, os credores, os fornecedores, os clientes, outros *stakeholders* e, até, os próprios gestores.¹²³

(Grifo nosso)

Dito de outro modo, a complexidade das relações e as repercussões – de ordem econômica e social – das atividades empreendidas pela companhia de capital aberto alargam o conceito de *principal*, passando este a envolver os *stakeholders*, pessoas que possam ser diretamente afetadas pela conduta praticada pela companhia, por meio de seus administradores. As diferenças entre uma e outra manifestam-se, também, na relação entre companhia e acionistas.

A partir desta análise tem-se que a disciplina da Lei 6.404/76 não pode ser lida de maneira estanque, isto é, há especificidades em cada regime de companhia (aberta e fechada) que não permitem interpretação simplista a ponto de agrupá-las, para todos os fins de direito, em um único conjunto.¹²⁴

¹²³ VASCONCELOS, Pedro Pais de. *Opus cit.*, p. 16.

¹²⁴ “Não parece que um mesmo critério seja adequado para todas as sociedades. Casos haverá em que seja mais adequada a *shareholder primacy*, noutros casos o contrário, e não deixará de haver uma pluralidade de casos intermediários”. *Ibid.*, p. 17.

Tem-se, portanto, sociedades nas quais os acionistas possuem uma relação maior de proximidade com a administração e a própria sociedade e outras em que essa perspectiva é menos impessoal:

Essas duas perspectivas não correspondem apenas a diversos modos de pensar uma mesma realidade da vida. **São também adequadas a dois tipos reais de sociedades: as sociedades fechadas e as sociedades abertas. No primeiro tipo de sociedades é mais adequada a *shareholder primacy*; as sociedades abertas aproximam-se mais do modelo fundacional, embora se não confundam completamente com ele.**

As leis em vigor nos diversos sistemas podem ter influência e até determinar esta questão, mas também a natureza das coisas desempenha um papel importante na concretização. Mas as regras legais que os variados códigos tenham em vigor, no que tange a estas matérias, devem ser concretizadas tendo em consideração as realidades económicas, as condições de mercado, o tipo de sociedade, a sua composição accionista, o número de empregados, e outras realidades que se imponham no caso. **Não parece que um mesmo critério seja adequado para todas as sociedades. Casos haverá em que seja mais adequada a *shareholder primacy*, noutros casos o contrário, e não deixará de haver uma pluralidade de casos intermediários.**¹²⁵

(Grifo nosso)

Pedro Pais de Vasconcelos chama a atenção para a necessidade de uma análise da realidade de cada companhia, caso a caso. Não é possível afirmar que a relação mantida entre gestores e acionistas de uma sociedade anônima fechada e a entre gestores e acionistas de uma sociedade de capital aberto pulverizado são idênticas. E se não o são, natural que haja consequências por vezes diversas entre as relações travadas entre os diversos agentes:

Nas sociedades pouco autónomas, os gestores confundem-se com os sócios. Esta confusão existe quando os gestores são os próprios sócios, principalmente quando são todos os sócios. Esta confusão é típica nas sociedades em nome colectivo, é corrente nas sociedades por quotas e não é rara nas sociedades anónimas fechadas. Nas sociedades anónimas abertas, a confusão entre sócios e gestores não ocorre e não parece possível que ocorra. Só em sociedades falsamente abertas pode haver coincidência total entre gestores e sócios. O próprio carácter aberto o impede.¹²⁶

¹²⁵ Idem. Cabe destacar que própria Lei das S/A diferencia especificidades das relações mantidas no seio de uma sociedade anônima de capital fechado das de companhia listada em bolsa.

¹²⁶ VASCONCELOS, Pedro Pais de. *Opus cit.*, p. 17.

Alinhado a tal entendimento está Modesto Carvalhosa, que ressalta o caráter contratual vigente nas sociedades fechadas em contraponto ao caráter institucional predominante nas companhias abertas:

Enquanto nas **sociedades fechadas** ressalta-se o **caráter contratual** que permite sejam regidas primordialmente por normas derivadas da autonomia da vontade, de molde a disciplinar os interesses privatísticos de seus sócios, as **sociedades abertas** apresentam um nítido **caráter institucional**, sendo estas submetidas a uma série de controles administrativos sobre sua organização e seu funcionamento.

Enquanto a sociedade anônima fechada é baseada no **interesse particular** dos sócios que a constituíram, na companhia aberta prevalece a tutela do **interesse coletivo**, tendo em vista que as mesmas apelam à poupança popular, disponível no mercado de capitais.¹²⁷

(Grifo do autor)

Passando-se para uma análise da legislação correlata, a Lei 7.913/89, que possui apenas cinco artigos, dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Reza seu artigo 1º:

Art. 1º **Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado**, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou **obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente** quando decorrerem de:

I — **operação fraudulenta**, prática não equitativa, **manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários**;

II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;

III — **omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.**¹²⁸ (Grifo nosso)

¹²⁷ CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 28.

¹²⁸ BRASIL. Lei n. 7.913/89. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L7913.htm>. Acesso em: 16 maio 2018.

Destarte, a ação civil pública regulada pela Lei 7.913/1989 **não exclui a ação de indenização individual do acionista diretamente prejudicado**, permitindo a convivência desta tanto com a ação regulada no § 7º do artigo 159 da Lei 6.404/76 (ação de responsabilidade contra administradores)¹²⁹ quanto com a ação civil pública regulada na Lei 7.913/1989, na qual o Ministério Público ou outro legitimado listado na Lei 7.347/1985 atuará como substituto processual dos prejudicados^{130 131}.

Conforme rememora Modesto Carvalhosa, esse entendimento foi o esposado pelo Ministro Teori Zavascki:

O ajuizamento da ação coletiva **não impede que o próprio lesado proponha ação individual com idêntica finalidade**, conforme admite, expressamente o art. 1º da Lei nº. 7.913, de 1999.¹³²

Contudo, esse entendimento não resolve uma dificuldade prática que dele decorre: se cada investidor do mercado de capitais for legitimado para propor ação individual de responsabilidade contra a companhia, poderia desaguar em uma miríade de ações individuais, cada uma delas tramitando em uma jurisdição (a depender se o

¹²⁹ Em mesmo sentido: BRUSCATO, Wilges. A proteção judicial aos investidores no mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Comparado e do Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano 8, n. 28, abril-junho de 2005, p. 135: “A interposição da ação coletiva não impede o exercício do direito de maneira individual”. Estranhamente, o próprio autor, mais à frente na página 137 artigo, traz passagem aparentemente conflitante com a anterior: “A substituição é benéfica, vez que, além do eventual peso que o nome da instituição pode trazer, processualmente, esta possibilidade evita tumultos por restringir ações nas quais haja exagerado número de litisconsortes, ou de ações individuais perseguindo um mesmo direito, conforme já citado, o que sempre representa economia para o Estado, além de evitar decisões conflitantes”. Além disso, a conclusão do citado autor, na página 143, de que “é forçoso concluir que a ação civil pública para a proteção dos interesses dos investidores no mercado mobiliário se mostre eficiente” não é, absolutamente, endossada pelo autor deste trabalho.

¹³⁰ Lei 7.913/1989: “Art. 3º. À ação de que trata esta Lei aplica-se, no que couber, o disposto na Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985.”. BRASIL. Lei n. 7.913/89. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L7913.htm>. Acesso em: 16 maio 2018.

¹³¹ Lei 7.347/1989: “Art. 5º. Têm legitimidade para propor a ação principal e a ação cautelar: I - o Ministério Público; II - a Defensoria Pública; III - a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios; IV - a autarquia, empresa pública, fundação ou sociedade de economia mista; V - a associação que, concomitantemente: a) esteja constituída há pelo menos 1 (um) ano nos termos da lei civil; b) inclua, entre suas finalidades institucionais, a proteção ao patrimônio público e social, ao meio ambiente, ao consumidor, à ordem econômica, à livre concorrência, aos direitos de grupos raciais, étnicos ou religiosos ou ao patrimônio artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico. (...) § 4º. O requisito da pré-constituição poderá ser dispensado pelo juiz, quando haja manifesto interesse social evidenciado pela dimensão ou característica do dano, ou pela relevância do bem jurídico a ser protegido.”. BRASIL. Lei n. 7.913/89. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L7913.htm>. Acesso em: 16 maio 2018.

¹³² ZAVASCKI, Teori *apud* CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 35.

juízo ou corte arbitral se declara competente ou não) e, naturalmente, conduzir, a partir da interpretação de cada julgador, a um resultado diverso¹³³.

Nos Estados Unidos essa problemática não se verificaria em função do mecanismo de *opt in / opt out*. Isto é, em ações que versam sobre o mercado de capitais, qualquer acionista pode propor a demanda individualmente, contudo o resultado dela (mesmo em caso de acordo) aproveita todos os acionistas que se enquadram nas mesmas condições que o autor, exceto se o investidor optar por sair da demanda¹³⁴.

Já no processo civil brasileiro, como regra geral, a sentença faz coisa julgada apenas entre as partes litigantes¹³⁵.

Desse modo, para alguns, a Lei 7.913/89 teria optado por legitimar ativamente o Ministério Público – e os demais previstos na Lei 7.347/1985 – para a propositura de medida reparatória de danos praticados no âmbito do mercado de capitais em virtude de falha no dever justamente para contornar tal cenário. Essa interpretação, contudo, não resolve o problema da dicção do art. 1º daquela Lei (“sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado (...”).

Para Carlos Henrique Abrão, a inércia do Ministério Público em propor a ação em questão, por força da lei e do bom-senso, liberaria o acionista ofendido para a propositura da ação de reparação, sob pena de um excesso de formalismo da lei violar

¹³³ Há na doutrina discussão acerca da natureza dos direitos protegidos por essa Lei, havendo quem entenda tratar-se de direitos difusos. Todavia, a comprovação de que é simplesmente uma técnica de coletivização de direitos individuais está no início da redação do art. 1º: “sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado (...)”. Ora, se o indivíduo poderia, individualmente, propor exatamente a mesma demanda, como poder-se-ia estar tratando de direitos metaindividuais?”. TONIN, Mayara Gasparoto; ISFER, Mayara Roth. *Opus cit.*, p. 268.

¹³⁴ “Neste quesito, por conseguinte, o modelo brasileiro é menos rigoroso e complexo do que aquele previsto para as *securities class actions*, para as quais, além do requisito da *typicality*, que obriga ao representante ter a mesma pretensão que é pleiteada para o grupo, o sistema de vinculação obrigatória torna compulsório, dentro do possível, o noticiamento da ação a todos aqueles que gozam da mesma pretensão (sistema *opt-out*)”. CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **A securities class action estadunidense**: apontamentos para a construção de um modelo eficaz de tutela coletiva de investidores no Brasil. 2017. Dissertação (Mestrado em Direito) – Setor de Ciências Jurídicas, Universidade Federal do Paraná. Disponível em <<http://calvados.c3sl.ufpr.br/bitstream/handle/1884/47172/R%20-%20D%20-%20GUILHERME%20BONATO%20CAMPOS%20CARAMES.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 4 maio 2018, p. 111-112.

¹³⁵ “Art. 506. A sentença faz coisa julgada às partes entre as quais é dada, não prejudicando terceiros”. BRASIL. Código de Processo Civil (Lei n. 13.105/2015). Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm>. Acesso em: 8 maio 2018. Afirma-se via de regra, pois há exceções, como o próprio mecanismo da ação civil pública, que representa uma coletividade, bem como referido artigo versa sobre “prejuízo a terceiros”.

a prerrogativa básica de todo e qualquer cidadão de poder levar à apreciação do judiciário questão de direito de seu interesse direto. Vale a pena a transcrição:

[...] Nos EUA, desenvolvem-se mais de 20 ações coletivas, a maioria contra a Petrobras, **mas no Brasil existe uma verdadeira obstaculização no mais das vezes provocada pela má interpretação, por força do formalismo ou temor de enfrentar o mérito dessas demandas.**

Bem importante é saber que os interesses individuais homogêneos, na lapidar lição do ministro do STF Teori Zavascki (Recurso Extraordinário 631.111-Goiás), dizem respeito à categoria dos direitos subjetivos e, sendo divisíveis, têm titular determinado ou determinável, em geral, disponível. A tutela pode estar confiada ao titular ou, mediante o regime de substituição processual, por intermédio dos órgãos ou entidades representativos. [...]

A ação coletiva, portanto, em casos dessa natureza, disciplina o núcleo homogêneo dos direitos tutelados (an debeat, quid debeat e quis debeat), julgando procedente a causa, na etapa de cumprimento de sentença, temos complementação da etapa cognitiva, pelo desdobramento de situações individuais de cada um dos lesados (margem de heterogeneidade dos direitos homogêneos), compreendendo o cui debeat e o quantum debeat, além da implementação dos atos executórios.

No espírito da Lei n. 7.913/89, competiria à Comissão de Valores Mobiliários proceder à provocação do Ministério Público (MP) para o desiderato e, se não o fizer e o MP não tomar iniciativa de ofício na apuração das responsabilidades, os prejudicados estarão legitimados a fazê-lo.

A lesão ao direito individual é assegurada pela Constituição federal e repetida no atual CPC, de tal modo que a legislação de arbitragem não pode servir de empecilho para o engessamento de demandas aforadas por entidades regularmente constituídas.¹³⁶

(Grifo nosso)

Enfim, a partir do conteúdo analisado, quer parecer que a legislação brasileira, acompanhada pelo entendimento jurisprudencial existente, entende que será o acionista legitimado para a propositura de ação de reparação de danos quando sofrer dano direto. Resta saber se é possível ao acionista demandar diretamente a companhia, tema que é objeto de estudo do próximo capítulo.

¹³⁶ ABRÃO, Carlos Henrique. Ação coletiva e os acionistas minoritários. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 14 jul. 2016. Opinião. Disponível em: <<http://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,acao-coletiva-e-os-acionistas-minoritarios,10000062792>>. Acesso em: 18 abr. 2018. O autor citado não é explícito no sentido de que se os demais legitimados não adotarem as medidas cabíveis o investidor lesado estará intitulado à propositura da ação em nome próprio, mas na linha do “espírito da Lei” por ele invocado, o entendimento do autor deste trabalho é o de que tal proibição não seria razoável.

3.2 LEGITIMIDADE PASSIVA DA COMPANHIA

Conforme visto no capítulo anterior, a análise quanto ao dano sofrido pelo acionista – se direto ou indireto – definirá se este possui legitimidade para acionar em nome próprio os administradores da companhia que lhe causaram o prejuízo (legitimidade ativa).

O que se pretende perquirir neste capítulo é se seria juridicamente possível ao acionista prejudicado por dano direto acionar a própria pessoa jurídica visando sua reparação e, em caso positivo, em que hipóteses. Dito de outro modo: poderia a companhia ser responsabilizada por ilícitos praticados por seus administradores?

Para cotejamento da questão, *mister* aferir o tratamento que o ordenamento jurídico brasileiro confere à pessoa jurídica. Entre nós, prestigiou-se a Teoria do Órgão, segundo a qual os atos praticados pelos administradores da pessoa jurídica no curso de suas funções são, em realidade, atos da própria pessoa jurídica, que pratica seus atos exclusivamente por meio das pessoas físicas incumbidas de sua administração¹³⁷.

Conforme ensina Rubens Requião, "O órgão executa a vontade da pessoa jurídica, assim como o braço, a mão, e a boca executam a da pessoa natural", daí Teoria do Órgão¹³⁸.

Conforme ensina Pontes de Miranda:

(...) há poderes de representação e de ação jurídica, desde o de praticar atos jurídicos unilaterais e de concluir contratos até o de administrar, que permitem que os atos de alguém tenham eficácia na esfera jurídica de outrem, como se fossem atos desse, ou, até, como atos desse. **Quem representa pratica atos que não são do representado, mas perfazem relações jurídicas em que o representado figura. Não é o que se passa, certamente, com os órgãos das pessoas jurídicas: esses apresentam, não representam.**¹³⁹

(Grifo nosso)

E ainda:

¹³⁷ ALONSO, Paulo Sergio Gomes. Pessoas Jurídicas. Pessoas jurídicas. **Revista de Direito Empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, vol. 14, mar./abr. 2016, p. 45.

¹³⁸ REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 31. ed., vol. 1. São Paulo: Saraiva, 2012, p. [44].

¹³⁹ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Loc. cit.*, [p. 583].

O direito contemporâneo assentou, como decorrente da própria concepção das pessoas jurídicas, que respondem elas pelos atos de seus órgãos. São atos seus.¹⁴⁰

Na esteira do entendimento de Pontes de Miranda, Orlando Gomes comentou acerca da natureza da relação travada entre administradores e sociedade:

Está evidentemente superada a teoria que qualifica êsse vínculo como uma relação jurídica informada pelo contrato de mandato. Prevalece atualmente o entendimento de que é uma relação sôbre a base da representação orgânica (Bruneti, <<Tratado del Derecho de las Sociedades>>, tomo II, pág. 483, trad. De Solá Cañizares, Buenos Aires, 1960). **Em termos mais simples: o diretor de sociedade anônima não é um mandatário, mas, seu órgão.**¹⁴¹

(Grifo nosso)

Soma-se a esse grupo Modesto Carvalhosa:

Assim, os atos realizados pelos seus órgãos [das sociedades] são considerados **atos da própria sociedade, imputáveis a ela**, pois é a sua vontade que se manifesta nos atos de gestão dos seus administradores.

(...) Em suma, a sociedade é personificada e atua através de seu órgão administrativo; é ele que manifesta a vontade dela perante acionistas e terceiros, o que a torna responsável por atos ilícitos danosos praticados por tal órgão.

Assim, a responsabilidade da companhia pelos atos dos seus órgãos é um **princípio geral** do Direito Privado brasileiro, sem prejuízo da responsabilidade pessoal do administrador que tenha cometido o ato ilícito em nome da companhia e/ou do controlador, nas hipóteses previstas em Lei.¹⁴²

(Grifo do autor)

¹⁴⁰ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado**. São Paulo: Saraiva, 2012, tomo 1, p. 583.

¹⁴¹ GOMES, Orlando. Em tema de sociedade anônima. Revista dos Tribunais 429/1971, jul/1971. In: WALD, Arnaldo (org.). In: **Direito empresarial: sociedades anônimas**, v. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 106-107.

¹⁴² CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.* p. 29-30.

Segundo o Código Civil brasileiro, a pessoa jurídica, uma vez que tenha obtido registro próprio, na forma da lei, de seus atos constitutivos, passa a ser um sujeito de direitos e deveres¹⁴³. Tal condição a torna verdadeiro centro de imputação:

A empresa interessa ao mundo jurídico, impactando-o independentemente de seus titulares; há situações em que a mera existência da atividade gera a composição de suportes fáticos e produz consequências jurídicas.

Nessa linha, os art. 101 e 102 do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia – TFUE veem a empresa como centro de imputação. Nossa Lei Antitruste (Lei 12.529/2011) também faz recair na empresa a responsabilidade pelas infrações à ordem econômica. Igualmente, o art. 931 do Código Civil acolheu a empresa como centro de imputação ao determinar que “[...] as empresas respondem independentemente de culpa pelos danos causados pelos produtos postos em circulação”.¹⁴⁴

(Grifo nosso)

Nesse sentido é que, com o regular registro de seus atos constitutivos no órgão do comércio, a companhia aberta passa a ser sujeito de direito **e de deveres**, sendo que mediante procedimentos perante órgão regulador (CVM) poderá adquirir capacidade tanto para captar recursos de investidores no mercado de capitais, beneficiando-se de sua condição jurídica, quanto para responder perante esses mesmos investidores caso pratique – por meio de seus administradores – atos danosos.

Interessante notar as diferentes visões acerca do referido questionamento:

Várias são as correntes doutrinárias no sentido de atribuição de responsabilidade do administrador, desde aquelas que entendem que a pessoa jurídica não responde pelos atos de seus administradores, haja vista que consistem em ficção jurídica e carecem de vontade, sendo tal teoria defendida por SAVIGNY, passando àquelas que defendem a

¹⁴³ “Art. 45. Começa a existência legal das pessoas jurídicas de direito privado com a inscrição do ato constitutivo no respectivo registro, precedida, quando necessário, de autorização ou aprovação do Poder Executivo, averbando-se no registro todas as alterações por que passar o ato constitutivo”. “Art. 985. A sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição, no registro próprio e na forma da lei, dos seus atos constitutivos (arts. 45 e 1.150)”. “Art. 1.150. O empresário e a sociedade empresária vinculam-se ao Registro Público de Empresas Mercantis a cargo das Juntas Comerciais, e a sociedade simples ao Registro Civil das Pessoas Jurídicas, o qual deverá obedecer às normas fixadas para aquele registro, se a sociedade simples adotar um dos tipos de sociedade empresária”. BRASIL. Código Civil (Lei 10.406/2002). Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm>. Acesso em: 12 maio 2018.

¹⁴⁴ FORGIONI, Paula A. **E evolução do direito comercial brasileiro**: da mercancia ao mercado. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 92.

responsabilidade integral dos administradores fundadas na justiça e equidade (sic).

Mais acertadas, porém, são as teorias realistas que defendem a ampla responsabilidade da pessoa jurídica, que se encontra comprometida desde que concorram os seguintes requisitos: a) haja culpa do administrador exceto quando o fundamento da responsabilidade for objetivo, e b) o administrador deve ter diretamente contribuído ao evento danoso dentro da esfera da pessoa jurídica no exercício de suas funções ou atribuições.¹⁴⁵

Nesse específico, tem-se que a relação entre um investidor de companhia aberta que adquire seus papéis cotados em bolsa aproxima-se muito mais da relação *externa corporis* do que da *interna corporis*, visto que aquele, via de regra, não possui contato com os executivos da empresa, o que é mais usual em companhias fechadas.

O que se denota, portanto, é que visando resguardar o administrador de responsabilização por ato regular de gestão (ou seja, não contrário à lei ou ao estatuto), em caso de dano acarretado por ato lícito, ou seja, sem descumprimento da lei ou do estatuto social da companhia, não poderá o administrador ser imputado como réu juntamente com a companhia.

Contudo, em caso de ato ilícito, este poderá ser responsabilizado juntamente com a companhia:

O ato regular de gestão e as obrigações contraídas em nome da companhia não implicam a responsabilização pessoal do administrador, em princípio. A tradicional separação de responsabilidade pessoal e societária promovida pelo art. 158, caput, da Lei das S/A encontra ressalva no próprio dispositivo: exceto quando proceder com culpa ou dolo (inc. I) ou com violação da lei ou do estatuto (inc. II). **Nesse caso, o administrador poderá responder juntamente com a companhia perante os terceiros prejudicados.**¹⁴⁶

(Grifo nosso)

Nesta senda:

(...) ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos, prevalece no Brasil e demais países de tradição europeia continental, quanto às relações societárias, a teoria orgânica, e não a teoria da representação. Diversamente

¹⁴⁵ ALSINA, Jorge Bustamante *apud* SANTIAGO, Márcia Andrade. *Opus cit.*, p. 109.

¹⁴⁶ OLIVEIRA, Fernão Justen de. **A responsabilidade civil das empresas estatais**. Disponível em <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-do-justen/a-responsabilidade-civil-das-empresas-estatais-22092017>>. Acesso em 15 de abril de 2018.

do que ocorre no modelo estadunidense, os administradores “presentam” a companhia, personificando a expressão de vontade da pessoa jurídica.

Desta feita, quando um administrador promove a divulgação de informações falsas sobre a companhia ao mercado, o ilícito não seria apenas uma expressão de sua vontade individual, vinculável à pessoa jurídica em razão do contrato de mandato, mas sim a própria expressão da companhia, tal como se fosse sua “boca”, indissociável do todo. Daí decorre, inclusive, a analogia que dá nome à teoria orgânica.¹⁴⁷

(Grifo nosso)

Portanto, o que se verifica é que, em caso de prejuízo causado a acionista ou terceiro por ato ilícito de administrador, o fato deste último poder ser demandado não exclui a obrigação de a pessoa jurídica responder pelo ato danoso praticado pelo seu preposto.

Leitura desse dispositivo que conduzi-se a eximir a companhia de responder pelo dano causado seria impor ao prejudicado novo revés, visto que em grande parte dos casos o agente direto do dano não possui capacidade patrimonial de arcar com os prejuízos causados ao acionista ou terceiro. Conforme Nelson Eizirik:

A questão da responsabilidade da sociedade anônima pelos atos de seus administradores que causam prejuízos a terceiros ou aos acionistas é de fundamental importância, posto que, muito seguidamente, os dirigentes pessoas físicas, não podem suportar os ônus financeiros decorrentes de sua responsabilidade civil, tornando-a, assim, inócua.¹⁴⁸

Há que se ressaltar, contudo, a existência de outras disposições normativas que preveem a possibilidade de responsabilização da companhia por ilícitos que tenha cometido.

¹⁴⁷ CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. *Opus cit.*, p. 111-12. Cabe ainda destacar, da página 112 do citado trabalho: “Desta forma, ao não ser atribuído ao órgão uma personalidade jurídica autônoma em relação à companhia, aos investidores lesados cabe o acionamento judicial desta última para a reparação de danos causados pelo administrador que determinou a divulgação pela pessoa jurídica de informações falsas ao mercado. Na esfera civil, portanto, a responsabilidade pelos danos a terceiros prejudicados pela fraude perpetrada pelo administrador recai sobre a companhia”.

¹⁴⁸ EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 502. Mesmo no caso de administrador que age com violação da lei ou do estatuto, conforme art. 158, II, da Lei das S/A, Eizirik ressalta que em determinados casos a companhia poderia ser demanda: “(...) verificou-se, na prática, que, em determinadas situações, a atribuição de responsabilidade exclusivamente ao administrador que excedeu seus poderes poderia inviabilizar a obtenção de indenização, caso seu patrimônio pessoal fosse insuficiente para ressarcir os prejuízos sofridos. Estaria, dessa forma, comprometido o ideal de justiça, segundo o qual os danos causados a outrem devem ser reparados. *Opus cit.*, p. 504.

Para Modesto Carvalhosa, a responsabilidade objetiva da pessoa jurídica trata-se de princípio do ordenamento jurídico brasileiro positivado em variadas legislações infraconstitucionais:

Com efeito, a **responsabilidade objetiva da pessoa jurídica** por atos de seus administradores é hoje consagrada na Constituição Federal e na legislação infraconstitucional como um princípio do Ordenamento Jurídico brasileiro, enquanto enunciado normativo que orienta a compreensão das demais normas, como se pode ver das legislações concernentes aos direitos ambiental (Lei 9.605/98), tributário (Lei 5.172/66), consumerista (Lei 8.018/90), concorrencial (Lei 12.529/2011) e anticorrupção (Lei 12.846/2013). Supera-se, assim, o elemento subjetivo da prática ilícita, fundado no dolo ou na culpa daquele que agiu em nome da sociedade, como elemento causal. (...) não havendo vontade psicológica na ação da pessoa jurídica, deve sua conduta ser objetivamente apurada no capítulo de sua desconformidade com a lei. A responsabilidade da sociedade é inteiramente independente da conduta de seus gestores, por isso é considerada objetiva.¹⁴⁹

(Grifo do autor)

A adoção desse princípio possuiria, outrossim, forte caráter inibitório para a prática de condutas geradoras de danos pela pessoa jurídica:

Outro mecanismo inibitório material sustentado, inclusive com apoio na racionalidade da Análise Econômica do Direito, diz respeito à imputação objetiva da responsabilidade, viabilizada também por meio da redefinição da aferição da responsabilidade, viabilizada também por meio da redefinição da aferição (presumida) do nexos de causalidade gerado a partir da ação ou da omissão do agente considerado responsável, que constitui relevante mecanismo capaz de instrumentalizar adequadamente tanto a tradicional responsabilidade repressiva (facilitando a reparação de toda ordem de danos suportados pelas vítimas) como a preventiva.¹⁵⁰

No que se refere ao particular do tipo societário sociedade anônima, há crítica no sentido de que, se a Lei das S/A houvesse por permitir a ação de responsabilidade contra a companhia, tê-lo-ia feito em termos mais explícitos, como o fez em relação à responsabilização do acionista controlador e dos administradores¹⁵¹.

¹⁴⁹ CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 31.

¹⁵⁰ VENTURI, Thaís Goveia Pascoaloto. **Responsabilidade civil preventiva**: a proteção contra a violação dos direitos e a tutela inibitória material. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 366.

¹⁵¹ Para Modesto Carvalhosa não existe essa dificuldade, posto que entende que a possibilidade de ajuizamento de demanda pelo acionista em face da companhia foi explicitamente contemplada na Lei das S/A, nos seguintes dispositivos: “Art. 109. (...) § 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que

Fábio Ulhoa Coelho¹⁵² contorna essa dificuldade ao sustentar que o mesmo argumento poderia ser formulado em sentido contrário, isto é, assim como não contém previsão específica de responsabilização da pessoa jurídica *per se*, a Lei das S/A igualmente não contém previsão expressa isentando a companhia de responsabilidade. Além disso, sempre que uma lei especial não contiver previsão específica de responsabilização civil – como é o caso da Lei das S/A –, deve-se preencher a lacuna mediante a aplicação da regra geral de responsabilização, entre nós positivada pelo Código Civil, mais especificamente no artigo 927¹⁵³.

Em crítica à resistência verificada no Brasil em se permitir ao acionista processar diretamente a companhia, Arnaldo Wald e Theodoro Araújo pontuam:

A visão de que o tratamento da matéria limitar-se-ia isoladamente a uma interpretação literal e restritiva dos artigos 158 e 159 da Lei 6.404 de 1976 (Lei de Sociedades Anônimas) tem se mostrado superada pelas profundas modificações ocorridas, tanto no nosso Ordenamento, nos últimos quarenta anos, quanto na realidade fática decorrente do desenvolvimento das companhias e do mercado de capitais.

A interpretação evolutiva também não deixa, por outro lado, de ver no próprio ordenamento jurídico os caminhos para atender as demandas resultantes do desenvolvimento político, social e econômico, que condicionam e antecedem o desenvolvimento do Direito.¹⁵⁴

Em vista do exposto, na hipótese de falha do dever de informar, há relativa homogeneidade de entendimento quanto à natureza dessa prática afetar diretamente o acionista. A partir da Teoria do Órgão, prestigiada no ordenamento jurídico brasileiro, os atos praticados pelos administradores obrigariam a pessoa jurídica, sem prejuízo da posterior tomada de medidas *interna corporis* visando regresso.

as **divergências entre os acionistas e a companhia**, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar” (grifo nosso) e “Art. 287. Prescreve: (...) II - em 3 (três) anos: (...) g) **a ação movida pelo acionista contra a companhia, qualquer que seja o seu fundamento**” (grifo nosso). CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 39-40.

¹⁵² COELHO, Fábio Ulhoa. **Parecer Jurídico**. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 184.

¹⁵³ “Art. 927. Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo. Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem”. BRASIL. Código Civil (Lei 10.406/2002). Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm>. Acesso em: 12 maio 2018.

¹⁵⁴ WALD, Arnaldo; ARAÚJO, Theodoro. Prefácio. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 11.

Contudo, o tema é polêmico, e, no intuito de aprofundar um pouco mais seu estudo, no próximo capítulo adentraremos em alguns argumentos adicionais que são utilizados na defesa do entendimento de que a pessoa jurídica não pode ser demandada pelo acionista.

3.3 ANÁLISE CRÍTICA DE ARGUMENTOS CONTRÁRIOS À INDENIZAÇÃO DE INVESTIDORES PELA COMPANHIA

3.3.1 Circularidade

Dentre as críticas ao processamento da companhia pelos investidores e o dever de indenização daí decorrente, encontra-se a questão da “circularidade” ou “circularity”¹⁵⁵.

Por este raciocínio, o que se sustenta é que eventual indenização imposta à companhia recairia indiretamente sobre todos os seus acionistas, incluindo acionistas “inocentes”, os quais seriam prejudicados com o desembolso financeiro a ser gerado à companhia e os próprios indenizados, que em algum percentual serão também indiretamente indenizadores. Assim, o termo “circularidade” decorre do fato de que o condenado (pessoa jurídica) é, em certa medida e indiretamente, o próprio autor (acionistas)¹⁵⁶.

Segundo John C. Coffee, Jr.¹⁵⁷:

¹⁵⁵ Segundo Jill E. Fisch, professora da Faculdade de Direito da Universidade da Pensilvânia (*Penn Law*) o termo “circularity” parece ter sido cunhado pelo professor da universidade de Columbia John C. Coffee, Jr., em seu artigo “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, o qual será citado mais à frente neste trabalho”. In: FISCH, Jill E. **Confronting the Circularity Problem in Private Securities Litigation (2009)**. University of Pennsylvania Law School. Faculty Scholarship. Paper 264, p. 334, nota de rodapé 4. Disponível em <http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/264>. Acesso em: 4 maio 2018.

¹⁵⁶ “A literatura chama de ‘*circularity problem*’ aquele gerado pela indenização devida a fraude que afeta somente uma classe dos acionistas da companhia. Nesse caso, os demais acionistas, que não foram afetados pela fraude, são prejudicados de qualquer forma, indiretamente, em função dos custos e da perda de valor impostos à companhia”. CASTRO, Pedro Ernesto de; ROMIN, Mateus Matos. **O “double circularity problem” e a transferência de renda entre EUA e Brasil no caso Petrobras**. Disponível em <<https://sociologiajuridica.wordpress.com/2015/03/18/o-double-circularity-problem-e-a-transferencia-de-renda-entre-eua-e-brasil-no-caso-petrobras/>>. Acesso em 4 de maio de 2018.

¹⁵⁷ Tradução livre do autor de COFFEE JR., John C. Reforming the Securities Class Action: An Essay On Deterrence and Its Implementation. Columbia Law School, The Center for Law and Economics

(...) em virtude de os custos com as *class actions* envolvendo valores mobiliários – tanto pagamentos decorrentes de acordo firmado quanto os custos com o procedimento judicial envolvendo as partes – recaem largamente sobre a companhia ré, seus acionistas, em última análise, suportam esses custos indiretamente e frequentemente de forma injusta.

Por outro lado, aceitar a responsabilização da companhia é uma forma de *enforcement* da regra de *full disclosure*, com nítido caráter punitivo-preventivo¹⁵⁸. Além disso, é sabido que os acionistas serão, em última instância, de forma indireta, responsáveis por condutas irregulares dos administradores que causarem danos a terceiros, os quais deverão ser indenizados pela companhia sejam estes decorrentes ou não de falha informacional, causados a acionista ou terceiros não acionistas.

No Brasil, por outro lado, quer parecer que a utilização da tese da circularidade não encontraria sustentação jurídica, uma vez que nosso ordenamento prestigiou a teoria orgânica para as relações societárias, estabelecendo que a administração da companhia é um órgão interno, de modo que os atos praticados por este a vinculariam.

Desse modo, “se existe, dentro do prisma organicista, uma completa identificação entre a pessoa jurídica e os seus órgãos (considerados com partes daquela), não cabe falar aí em duas vontades distintas, mas identificadas em uma única vontade – a da pessoa jurídica”¹⁵⁹.

Studies. Working Paper No. 293, p. 5. Do original em inglês: “[...] *because the costs of securities class actions – both the settlement payments and the litigation expenses of both sides – fall largely on the defendant Corporation, its shareholders ultimately bear these costs indirectly and of the inequitably*”. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=893833>. Acesso em 4 de maio de 2018.

¹⁵⁸ “O estágio atual da responsabilidade civil demonstra que prevalece no Brasil o aspecto compensatório da indenização derivada das hipóteses de responsabilidade civil, todavia não é possível deixar de mencionar os aspectos punitivos e preventivos, destacando-se neste último caso a intenção de conferir à reparação um fator de desestímulo ao agente para que não pratique atos que violem direito de outrem novamente”. GONÇALVES, Oksandro. *Opus cit.*, p. 94. **A relativização da responsabilidade limitada dos sócios**. Belo Horizonte: Fórum 2011, p. 94.

¹⁵⁹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **A responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e arbitragem**. In: Revista de Arbitragem, vol. 50, julho – setembro 2016, p. 3.

3.3.2 Dupla circularidade

A questão da circularidade ganha contornos ainda mais delicados quando analisada sob a luz de litígios internacionais envolvendo o mercado de capitais (*transnational securities litigation*).

Érica Gorga fez uma análise profunda dessa ocorrência e de suas repercussões¹⁶⁰. Explica ela que Sadia S.A. e Aracruz Celulose S.A, companhias brasileiras com negociação de seus títulos no Brasil (ações) e nos Estados Unidos (ADR's), sentiram, durante a crise financeira de 2008, grave desvalorização da cotação de seus papéis. Conforme mais tarde viria a se descobrir, em que pese essas companhias divulgassem ao mercado que seguiam políticas conservadoras financeiras e se protegiam do risco cambial por meio de instrumentos de *hedge*, na realidade operavam altamente alavancadas em mercados futuros e especulativos de derivativos, operações estas estranhas ao seu objeto social e de altíssimo risco.

Prestavam, portanto, informações falsas ao mercado e aos investidores.

Seguindo-se a tais revelações, investidores que aplicaram tanto nos papéis negociados nos Estados Unidos quanto os que adquiriram ações na Bovespa ingressaram com demandas visando a reparação dos prejuízos diretamente sofridos.

Não obstante a ocorrência do dano ao investidor ter sido motivada pela mesma conduta ilícita, os resultados dessas iniciativas em um país e outro foram diferentes, sendo que nos Estados Unidos, nos processos movidos contra as companhias pelos investidores que lá adquiriram ADR's foram celebrados acordos (*settlements*), enquanto no Brasil uma das ações foi extinta sem julgamento de mérito e na outra, ação derivativa movida pela companhia contra seu ex-diretor financeiro, foi celebrado acordo em quantia muito inferior¹⁶¹.

O que se destaca é que lá os resultados financeiros dos processos foram direcionados diretamente aos investidores. Como a indenização foi paga com

¹⁶⁰ GORGA, Érica. **The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: The Case of Brazilian Corporations and the "Double Circularity" Problem in Transnational Securities Litigation.** Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2522580>. Acesso em: 5 de maio 2018.

¹⁶¹ Érica Gorga expõe alguns motivos para esta diferença de resultados, como a impossibilidade de os advogados dos investidores arcarem com as custas do processo em contrapartida a um percentual da potencial indenização, como é feito nos EUA; um Ministério Público (legitimado legal para a propositura de ações civis públicas) com falta de experiência nesse tipo de demanda; a falta de um desenvolvimento legal e doutrinário análogo à teoria de *fraud on the market* existente nos Estados Unidos. GORGA, Érica. *Opus cit.*, p. 153.

recursos da própria companhia, a circularidade se verifica porque investidores brasileiros (igualmente lesados) novamente pagarão, indiretamente, os custos dessa indenização. Por outro lado, os recursos recuperados no Brasil em virtude da ação derivada da companhia, reverterão, também indiretamente, aos investidores americanos, já que a indenização é revertida em favor da companhia. Os investidores brasileiros sofrem dupla penalidade, ao passo que os investidores norte-americanos sofrem dupla recompensa. Tudo em função do mesmo ilícito de falha no dever de informar praticado pela companhia, porém com resultados finais distintos e não equitativos aos investidores, o que decorre exclusivamente de sua posição geográfica¹⁶².

Esse resultado ocasionou verdadeira transferência de riqueza do Brasil para os Estados Unidos, situação que é objeto de intenso debate atual neste país¹⁶³.

Se a dupla circularidade pode operar em desfavor do acionista, o qual pode ser duplamente penalizado, parece não haver motivo para impedimento da mesma circularidade em seu favor. Por esta hipótese, no caso do ato ilícito praticado repercutir negativamente concomitantemente no patrimônio da companhia e do acionista, tanto a ação individual quanto a movida pela companhia deveriam ser admitidas¹⁶⁴.

¹⁶² “O fato de que investidores detentores de valores mobiliários emitidos pelas mesmas companhias tenham sofrido danos similares, mas estavam sujeitos a mecanismos legais distintos, faz emergir preocupações em relação à eficiência e equidade do mercado internacional de valores mobiliários. Em realidade, eu demonstro que os investidores brasileiros arcaram com a maior parte dos custos com o pagamento de acordos celebrados com investidores dos Estados Unidos. Ademais, os investidores dos Estados Unidos também se beneficiaram indiretamente da ação derivada proposta no Brasil em um dos casos” (tradução nossa). Do original em inglês: “*The fact that investors holding securities from the same companies suffered similar damages but were subject to such distinct legal remedies raises efficiency and fairness concerns for international securities markets. In fact, I show that the Brazilian investors bore most of the costs of the settlement payments to U.S. investors. Further, U.S. investors also indirectly benefited from the Brazilian derivative suit in one of the cases*”. GORGA, Érica. *Opus cit.*, p. 137. Em mesmo sentido, do original em inglês: “*Extending the U.S. cause of action to U.S. resident purchasers of the issuer’s shares but not to foreign purchasers results in a non pro rata dividend to the U.S. investors, paid for, typically, in large part by investors who are residents of the rest of the world. Unlike a traditional fraud action, any given U.S. investor is as likely to be a seller and the beneficiary of the conduct as she is to be a buyer and suffer a deprivation. If the U.S. buyers get compensation for their deprivations and foreign buyers do not, while sellers from everywhere keep their gains, there is an arbitrary transfer of wealth from foreign investors to U.S. investors*”. FOX, Merrit. **Securities Class Actions Against Foreign Issuers**, 64 STAN. L. REV. 1173, 1189-90 (2012), 1237. Disponível em <<http://www.stanfordlawreview.org/wp-content/uploads/sites/3/2012/06/Fox-64-Stan-L-Rev-1173.pdf>>. Acesso em: 5 maio 2018.

¹⁶³ No artigo citado na nota de rodapé 36 a autora apresenta vasta bibliografia a respeito.

¹⁶⁴ “Alguns tribunais permitem ao acionista que não tenha vendido suas ações e que possa manter uma ação derivada, obter reparação direta por atos praticados por pessoa que devia a ele um dever de conduta. O investidor lesado pode, dessa forma, obter uma dupla reparação, vez que ele também será beneficiado com o enforcement derivado da ação proposta pela companhia” (tradução nossa). Do original em inglês: “*Some courts permit a shareholder who has not sold his shares, and can still maintain a derivative suit, to recover directly for acts done by a party who owed him a special duty. The injured shareholder thus can reap a double recovery since he will also benefit from a derivative enforcement of*

3.3.3 Inexistência de dano

Uma vez que se tenha demonstrado que a companhia aberta efetivamente cometeu o ilícito relacionado ao dever informacional, tendo divulgado informação viciada¹⁶⁵ ao público investidor, o desafio passa a ser demonstrar que a falha cometida foi relevante a ponto de influenciar o preço de negociação do papel, conforme explica Viviane Muller Prado:

Além de demonstrar a não veracidade de informação, omissão ou outras falhas informacionais, é preciso mostrar que a informação é relevante, isto é capaz de ter impacto nas decisões de investimento ou na cotação dos valores mobiliários. Diante da grande quantidade de informações divulgadas ao mercado, em bases periódicas ou esporádicas, a relevância de determinada informação ou de um conjunto de informações dependerá da análise no caso concreto e da movimentação do mercado, de queda ou de alta, a partir da relação entre a informação e a movimentação do mercado.¹⁶⁶

Para melhor ilustrar, recorre-se ao caso do Banco Panamericano, no qual restou demonstrada a existência de fraude contábil na companhia e a divulgação de demonstrações financeiras falsas¹⁶⁷.

Quando a notícia dessa fraude foi veiculada intensamente a mídia, o papel sofreu forte desvalorização. Em princípio, não pareceria haver dúvida de que esse fato se enquadraria no conceito de fato relevante do art. 2º da instrução CVM 358/2002, eis que, ao menos em alguma medida, parece ser razoável que essa

the corporate cause of action". Editors. **Distinguishing Between Direct and Derivative Shareholder Suits**, p. 1154. Também nesse sentido: [...] nada impediria que o acionista pessoalmente lesado cumulasse a ação social *uti singuli*, ou a ação social derivada, com a ação individual, sendo, porém, pré-condição para esse cúmulo que versassem os dois feitos sempre sobre a reparação de dano "diretamente" provocado no patrimônio do acionista *uti socii*". LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Opus cit.*, p. 6.

¹⁶⁵ "As falhas informacionais podem ser a falsidade da informação, na qual há falta com a verdade, e também em informações enganosas (*misleading*), inexatas, equivocadas, ou ainda a omissão ou excesso de informações. Podem também referir-se à publicação de opiniões, projeções e estimativas de resultados". PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento de investidores. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 395.

¹⁶⁶ *Ibid.*, p. 395-6. A autora destaca que o conceito de informação relevante é aquele previsto no art. 2º da instrução CVM 358/2002.

¹⁶⁷ PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento de investidores. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 380. TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Apelação 1089065-29.2013.26.0100, Rel, Ramon Mateo Júnior, j. 10.04.2015.

ocorrência tenha impactado negativamente o valor de negociação. Porém, entendeu o julgador ter havido apenas dano indireto ao acionista, pois rechaçou que a queda da cotação tenha tido qualquer relação com a divulgação da fraude contábil, atribuindo a desvalorização do preço em virtude de especulação. Por fim, afirmou que o que valeria seria o valor patrimonial da ação, e não o valor de negociação em bolsa¹⁶⁸.

“Esse entendimento nega todo o funcionamento do mercado de ações e a diferença entre valor bursátil, do valor econômico e valor patrimonial contábil das ações”¹⁶⁹.

3.3.4 O investidor assumiu o risco

Alguns julgados, sob o argumento de que o mercado de capitais é um mercado de risco e os que nele decidem investir devem correr os riscos inerentes, rechaçam a possibilidade jurídica de a companhia aberta ser responsabilizada por danos causados ao investidor por falha no dever de informar.

O que se ignora em alguns casos é que a decisão de correr o risco de determinado investimento pautou-se nas informações divulgadas por determinado agente, não parecendo razoável exigir que o investidor deva conceber a possibilidade de que as informações divulgadas continham alguma forma de erro, imprecisão ou falsidade.¹⁷⁰

Em nenhum perfil de investidor, por mais arrojado que seja, consta um campo para marcar que o investidor aceitou correr o risco de que a companhia praticasse ilícitos, como a disponibilização de informações falsas, e os possíveis danos advindos dessa conduta.¹⁷¹

No momento em que a companhia vai a mercado captar poupança de terceiros, ela assume compromissos de longo prazo com os investidores e passa a partilhar os

¹⁶⁸ *Ibid.*, p. 400.

¹⁶⁹ *Idem.*

¹⁷⁰ O excelente artigo da professora Viviane Mueller Prado intitulado “Não custa nada mentir” trata do tema. Conforme ali expões, aceitar tal afirmação significaria o equivalente a dizer que, em função do caráter de risco do investimento no mercado de capitais, é permitido mentir.

¹⁷¹ A respeito ver: ‘Considerar Petrobras vítima da corrupção é rasgar leis, diz advogada’. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 14/08/2015, Mercado. Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/08/1668646-considerar-petrobras-vitima-da-corrupcao-e-rasgar-leis-diz-advogada.shtml>>. Acesso em: 5 maio 2018.

riscos normais de sua operação com estes últimos¹⁷². A fim de acompanhar a aplicação de seu capital na atividade produtiva, informações detalhadas das operações empreendidas pela empresa devem ser compartilhadas com o mercado e os que nele aportaram suas poupanças privadas:

Quando uma empresa assume compromissos de longo prazo com terceiros, seja na forma de emissão de títulos de dívidas ou da abertura de capital, ela passa a partilhar seus riscos com um grande número de investidores. **Necessariamente, ela se obriga a fornecer informações mais detalhadas sobre seu desempenho ao mercado. Os investidores passam a esquadrihar seus resultados, buscando identificar falhas e premiar acertos e, não raramente, oferecer idéias (sic) para melhorar o desempenho da empresa.**¹⁷³

(Grifo nosso)

Recorre-se aqui novamente ao caso do Banco Panamericano, no qual “era incontroversa a existência da fraude nos balanços divulgados que apontavam situação irreal da instituição financeira em 2010”¹⁷⁴.

O que chama atenção no acórdão é a afirmativa de que “o investimento em bolsa ser de risco e, por conseguinte, sugere-se que a perda decorreu da análise subjetiva dos resultados apresentados nas demonstrações financeiras”¹⁷⁵. Além disso, os desembargadores julgadores sustentaram que a cotação em bolsa não pode servir de parâmetro para avaliação da empresa, eis que estão sujeitos a movimentos especulativos e influências externas¹⁷⁶.

Ao que parece, essa concepção parece ter alguma relação com um tipo de pensamento que marcou a origem do mercado de capitais brasileiro, conforme explica André Antunes Soares de Camargo:

¹⁷² Parece ser razoável aceitar que a partir do momento em que o investidor adquire uma ação de companhia listada, ele está aceitando correr os riscos normais da operação, mas jamais riscos “anormais”, como exemplo que a companhia poderá em algum momento divulgar informações falsas.

¹⁷³ [PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento de investidores. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 380].

¹⁷⁴ Vide nota de rodapé 171.

¹⁷⁵ PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento de investidores. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 380.

¹⁷⁶ TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Apelação 1089065-29.2013.26.0100, Rel. Ramon Mateo Júnior, j. 10.04.2015., p. 8.

O mercado de capitais brasileiro, desde o seu nascimento, representava uma opção custosa e distante ao financiamento dos agentes econômicos nacionais. Sempre faltavam incentivos e, principalmente, confiança. Desde o início, os investidores eram em pequeno número, os poucos que se "aventuravam" eram muito qualificados e desprovidos de uma forte proteção legal para poder valer seus poucos direitos contra eventuais fraudes e abusos que pudessem ser perpetrados pelos administradores e controladores das companhias emissoras. O mercado de capitais, desta forma, existia para muito poucos agentes, corroborando a idéia herdada da época colonial brasileira.¹⁷⁷

Mario Schapiro, a seu turno, faz notar que o problema da informação no mercado de capitais extrapola a relação mantida entre investidor e companhia, podendo gerar consequências para todo o sistema econômico:

Este problema de informação, embora seja inicialmente uma questão da esfera privada, isto é, um tema de interesse de tomadores e investidores, pode facilmente gerar consequências negativas para o restante do ambiente econômico. Isso porque o mercado financeiro, não é, como alguns gostariam de acreditar, um "mercado de bananas". Diferentemente disso, o mercado financeiro é um mercado central, de cujo bom funcionamento dependem todos os demais segmentos (...) Por essa razão, sucessivas decisões privadas erradas, motivadas por limitações de racionalidade dos investidores, podem provocar crises financeiras abrangentes, capazes de comprometer não apenas o mercado financeiro, como também o restante da economia.¹⁷⁸

Portanto, quer parecer que afirmar (i) que a falha na prestação de informações ao investidor é um problema exclusivamente privado; (ii) que receber informações falsas dos emissores é um risco que o investidor aceitou correr a partir do momento em comprou uma ação em um mercado de risco, que é o de capitais; e (iii) que o prejuízo causado ao investidor não merece ser reparado (ou que sequer ocorreu prejuízo), são, a nosso ver, conclusões que (i) ferem a regulação existente do mercado de capitais brasileiro; (ii) ferem o princípio de proteção ao investidor do mercado de capitais; (iii) acobertam ilícitos praticados pelas companhias abertas e perpetuam sua impunidade; bem como (iv) contribuem para caminho oposto ao desenvolvimento do mercado de capitais e, por consequência, da própria economia.

¹⁷⁷ CAMARGO, André Antunes Soares de. *Opus cit.*, p. 102.

¹⁷⁸ SCHAPIRO, Mario Gomes. *Opus cit.*, p. 134.

Finalmente, essa posição passa uma mensagem às companhias abertas na bolsa brasileira de que, no Brasil, é permitida a prática de comportamentos contraditórios¹⁷⁹ e de que, em nosso mercado de capitais, “não custa nada mentir”¹⁸⁰.

¹⁷⁹ “No caso do mercado de capitais, as regras relativas à apuração contábil, o dever de prestação de informações aos acionistas e aos demais *stakeholders* e os níveis de capitalização das empresas são expedientes voltados a permitir algum controle sobre as atividades corporativas. Pretende-se assim evitar comportamentos indevidamente arriscados por parte das companhias, capazes de comprometer os interesses dos investidores, o que, indiretamente, prejudicaria a capacidade de captação de todo o sistema financeiro”. SCHAPIRO, Mario Gomes. *Opus cit.*, p. 134.

¹⁸⁰ Referência ao título do artigo de Viviane Muller Prado.

4 REPARAÇÃO A INVESTIDORES NOS ESTADOS UNIDOS E BRASIL: ANÁLISE DO CASO PETROBRAS

O objetivo deste capítulo é analisar as iniciativas de investidores de valores mobiliários da Petrobras negociados nos Estados Unidos e no Brasil a fim de (i) verificar quais os fundamentos jurídicos apresentados em iniciativas de investidores visando indenização da companhia promovida nos processos ajuizados em cada país; (ii) analisar os fundamentos de algumas dessas decisões, se existentes; e (iii) comparar os itens (i) e (ii) entre as demandas brasileiras e as norte-americanas.

4.1 O CASO PETROBRAS

Embora conhecido há milhares de anos, a pesquisa sistemática do petróleo para sua utilização em bases industriais e comerciais foi iniciada na metade do século XIX. O marco inicial foi a perfuração, em 1859, pelo coronel Edwin L. Drake, de um poço no estado da Pensilvânia, Estados Unidos, do qual fluíu petróleo de boa qualidade, de fácil destilação. O poço tornou-se o símbolo e a base para o intenso crescimento da moderna indústria mundial do petróleo¹⁸¹.

Desde essa primeira perfuração, a relevância dos derivados de hidrocarbonetos – nos quais se inclui o petróleo – para a economia mundial aumentou cada vez mais, dada sua utilização como combustível.

Em 3 de outubro de 1953, Getúlio Vargas sancionou a Lei n.º 2.004, por meio da qual foi criada a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, empresa de propriedade e controle da União¹⁸², encarregada de explorar, em caráter monopolista, diretamente ou por subsidiárias, todas as etapas da indústria petrolífera, exceto a distribuição¹⁸³.

¹⁸¹ LUCCHESI, Celso Fernando. Petróleo. Estudos Avançados: 2008, vol. 12, n. 33, p. 17. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ea/v12n33/v12n33a03.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2018.

¹⁸² “Art. 10. A União subscreverá a totalidade do capital inicial da Sociedade (...)”. BRASIL. Lei n. 2.004/53. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L2004.htmimpresao.htm>. Acesso em: 29 maio 2018.

¹⁸³ A criação da Petrobras ocorreu após anos de mobilização da campanha do petróleo, uma das maiores campanhas políticas da história brasileira, famosa por seu *slogan* “O petróleo é nosso”. LAMARÃO, Sérgio Tadeu de Niemeyer e MOREIRA, Regina da Luz. **E ele voltou... o Brasil no segundo governo Vargas.** Disponível em:

A nova companhia passou a ser responsável pela execução do monopólio estatal do petróleo para pesquisa, exploração, refino, transporte marítimo e sistema de dutos¹⁸⁴.

Decorridos mais de 50 anos, a Lei 9.478/1997, que revogou a Lei n. 2004/1953 e se tornou conhecida como Lei do Petróleo, quebrou o monopólio das atividades específicas de extração, refino e distribuição de petróleo¹⁸⁵.

No mesmo ano de 1997, a Petrobras abriu seu capital na Bolsa de Valores de São Paulo, no segmento de listagem Básica. Muito recentemente, em 14 de maio de 2018, a companhia migrou para o segmento de listagem Nível 2¹⁸⁶, com a concessão de caráter excepcional para que continuasse a deter ações preferenciais sem direito a voto, prática não aceita pelo regulamento desse segmento¹⁸⁷.

A partir do IPO¹⁸⁸, a União continuou no controle da companhia, detendo a maioria das ações em que se divide o capital social da companhia, agora passando a ter como sócios investidores privados.

A partir do avanço das investigações no âmbito da denominada Operação Lava-Jato, foram sendo trazidos a público esquemas de corrupção envolvendo diretores da companhia, políticos e doleiros.

Nesse ponto, importante compreender em linhas gerais como era organizado o esquema de corrupção na Petrobras, eis que tal entendimento será fundamental para análise dos danos eventualmente existentes e, para o que aqui mais nos interessa, na verificação de quem seriam os legitimados ativos e passivos para compor eventual demanda reparatória de danos.

<<http://cpdoc.fgv.br/producao/dossies/AEraVargas2/artigos/EleVoltou/Petrobras>>. Acesso em: 26 maio 2018.

¹⁸⁴ Idem.

¹⁸⁵ Além disso, a Lei do Petróleo instituiu a Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP) como agente regulador do setor e fiscalizador do novo modelo de concessão para as atividades de exploração e produção de petróleo. Esse movimento estimulou a iniciativa privada a penetrar nesse mercado, bem como atraiu investimento internacional para o país, dinamizando a indústria de petróleo brasileira. FGV ENERGIA. **Cadernos FGV Energia**. Rio de Janeiro, out./2015, ano 2, n. 4, p. 13.

¹⁸⁶

B3.

Disponível

em

<<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D09760E4405D0160FB5B1BA3371D>>. Acesso em: 29 maio 2018.

¹⁸⁷ GUTIERREZ, Marcelle. Ações da Petrobras passam a ser negociadas no Nível 2 da B3. **Valor Econômico Online**. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/5523343/acoes-da-petrobras-passam-ser-negociadas-no-nivel-2-da-b3>>. Acesso: 30 maio 2018.

¹⁸⁸ Iniciais de *Initial Public Offering*, abertura de capital da sociedade anônima em bolsa de valores oferecendo parte ou a totalidade dos valores mobiliários em que se divide seu capital social à negociação no mercado.

Conforme explicou o delator Paulo Roberto Costa, ex-diretor da Petrobras, em seu depoimento à Polícia Federal¹⁸⁹, o *modus operandi* do esquema consistia em formação de cartel entre as maiores empreiteiras do país. Essas empresas organizavam entre si quem sairia vencedora de determinado certame licitatório envolvendo a Petrobras – com auxílio de agentes públicos para impedir que empresas de fora do esquema se sagrassem vencedoras.

Uma vez encerrada a licitação e proclamado o vencedor – que já de antemão havia sido combinado – este prestava serviços superfaturados à Petrobras, via de regra de 1% a 5% do valor real da operação¹⁹⁰. O montante superfaturado, isto é, pago a maior pela companhia à empresa contratada, era distribuído entre os executivos da Petrobras e políticos envolvidos, o que era operacionalizado pelos doleiros, entre eles o notório Alberto Yousseff.

Exposto o funcionamento do esquema corrupto, que sob dado aspecto representa dano direto ao patrimônio da companhia (desvio ou pagamento de recursos a maior), cabe perquirir quais os danos diretos causados aos acionistas em virtude de falha no dever de informar pela companhia.

No plano contábil, em virtude desse superfaturamento na contratação de obras e aquisição de bens, tais ativos eram registrados na contabilidade da Petrobras por valor superior ao que efetivamente valiam. Assim, as demonstrações financeiras que a companhia divulgava aos investidores, ano a ano, continham um patrimônio líquido muito superior ao que correspondia à realidade, mascarando a real situação contábil da companhia.

Essa informação viria à tona em 28 de janeiro de 2015, quando a companhia, pressionada pelo mercado em função do atraso na divulgação das demonstrações contábeis relativas ao terceiro trimestre de 2014, optou por divulgar o resultado do período sem a revisão dos auditores. A própria companhia afirmou, em comunicado,

¹⁸⁹ Cf: Petição inicial da Ação Civil Pública proposta por Associação dos Investidores Minoritários – AIDMIN em face da Petrobras. Disponível: <<https://www.conjur.com.br/dl/acp-minoritarios-petrobras.pdf>>. Acesso em: 7 fevereiro 2018.

¹⁹⁰ Conforme depoimento de Paulo Roberto Costa juntado aos autos da Ação Civil Pública referida: "[...] o que acontecia, principalmente a partir de 2006, é um processo de cartelização. São poucas as empresas que têm condição de fazer uma refinaria, uma plataforma, um navio de processo, uma hidrelétrica como Belo Monte, Santo Antônio, que têm condição de fazer uma usina como a Angra 3. Existia claramente [o processo de cartelização]. Isso me foi dito por algumas empresas, pelos presidentes das companhias, de forma muito clara, que havia uma escolha de obras dentro da Petrobras e fora da Petrobras. Essa cartelização obviamente resulta num delta preço excedente." Idem.

que nas demonstrações que estava divulgando havia “a existência de erros nos valores de determinados ativos imobilizados”¹⁹¹ e que:

A Companhia entende que será necessário realizar ajustes nas demonstrações contábeis para a correção dos valores dos ativos imobilizados que foram impactados por valores relacionados aos atos ilícitos perpetrados por empresas fornecedoras, agentes políticos, funcionários da Petrobras e outras pessoas no âmbito da “Operação Lava Jato”.¹⁹²

Essa divulgação sem o parecer da auditoria ocorreu porque a empresa de auditoria independente da Petrobrás à época, PwC, após as diversas denúncias de corrupção na companhia, negou-se a assinar o balanço até que se apurasse o montante superfaturado dos ativos para inserção em seu parecer.

E foi o que ocorreu.

Meses depois, após dois adiamentos seguidos, em 22 de abril de 2015, a Petrobras divulgou seu balanço patrimonial e demais demonstrações contábeis relativas ao exercício de 2014, acompanhadas do parecer de auditoria da PwC.

No parecer, os auditores incluíram a seguinte ênfase:

Ênfase – Efeitos da Operação Lava Jato nas operações da Companhia

Chamamos a atenção para a nota explicativa 3 às demonstrações contábeis, que descreve os reflexos da “Operação Lava-Jato” sobre a Companhia, abrangendo:

- (i) a baixa contábil de R\$ 6.194 milhões nas demonstrações contábeis consolidadas (R\$ 4.788 milhões nas demonstrações contábeis individuais) referentes a gastos adicionais capitalizados indevidamente na aquisição de ativos imobilizados;
- (ii) as providências que estão sendo adotadas em relação ao tema, incluindo as investigações internas que vêm sendo conduzidas por

¹⁹¹ Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/divulgamos-os-resultados-do-3-trimestre-2014-nao-revisados.htm>>. Acesso em: 25 maio 2018. Na mesma página há um comunicado da então presidente da companhia, Maria das Graças Foster, na qual afirma, dentre outros, que os valores desviados “foram indevidamente reconhecidos como parte do custo de nossos ativos imobilizados, demandando, portanto, ajustes”.

¹⁹² Idem. Outros comunicados da Petrobras em mesmo sentido disponíveis em: <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/comunicados-e-fatos-relevantes/esclarecimento-sobre-noticias-demonstracoes-contabeis-2>>; <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/comunicados-e-fatos-relevantes/esclarecimento-sobre-noticias-divulgacao-das-demonstracoes-contabeis>>; <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/comunicados-e-fatos-relevantes/esclarecimento-sobre-noticias-ajuste-nas-demonstracoes-contabeis-2>>. Acesso: 18 maio 2018.

escritórios de advocacia, sob a direção de um Comitê Especial constituído pela Companhia; e

(iii) a investigação que vem sendo conduzida pela Securities and Exchange Commission – SEC.

Chamamos também a atenção para a nota explicativa 30.2 às demonstrações contábeis, que descreve a proposição de ações judiciais contra a Companhia, para as quais uma possível perda ou intervalo possível de perdas não podem ser estimados em função do estágio preliminar em que se encontram. Nossa opinião não está modificada em relação a esses assuntos.¹⁹³

Conforme consta do item (i) acima destacado do parágrafo de ênfase dos auditores independentes, foi necessário proceder com baixa contábil de aproximados R\$ 6,1 bilhões “referentes a gastos adicionais capitalizados indevidamente na aquisição de ativos imobilizados”.

Tal afirmação implica no fato de que as demonstrações financeiras divulgadas pela Petrobras ao mercado e aos investidores em periodicidades anteriores continham informação falsa, com valores de ativos irreais e, conseqüentemente, patrimônio líquido irreal.

Entretanto, para além da divulgação de informações financeiras com números viciados em monta elevada, a Petrobras teria feito comunicados e a divulgação de outros documentos a mercado com falhas informacionais.

Segundo Arnoldo Wald¹⁹⁴, a Petrobras teria desrespeitado previsões de seu próprio Código de Ética, vigente desde 2006. Desse modo, ao declarar a mercado que seguia elevados padrões de governança corporativa, teria prestado informação falsa, após as revelações quanto ao superfaturamento de ativos:

No exercício da Governança Corporativa, o Sistema Petrobras compromete-se a:

(...)

1.2 conduzir seus negócios com transparência e integridade, cultivando a credibilidade junto a seus acionistas, investidores, empregados, fornecedores, clientes, consumidores, poder público, imprensa, comunidades onde atua e sociedade em geral, buscando alcançar crescimento e rentabilidade com responsabilidade social e ambiental;

(...)

¹⁹³ Disponível em: <<http://www.investidorpetrobras.com.br/download/3520>>. Acesso: 22 maio 2018.

¹⁹⁴ WALD, Arnoldo; Parecer. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores**: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 167.

1.4 manter uma relação com seus concorrentes fundada nos princípios da honestidade e respeito, adotando regras explícitas e declaradas sobre seus procedimentos de concorrência;

1.5 promover negociações honestas e justas, sem auferir vantagens indevidas por meio de manipulação, uso de informação privilegiada e outros artifícios dessa natureza;

(...)

1.6 registrar seus relatórios e balanços de modo correto, consistente, exato e completo, sem ambigüidade de informações e disponibilizar seus livros com inteira transparência a auditorias internas e externas e aos órgãos públicos competentes;

(...)

1.8 realizar uma comunicação transparente, verdadeira e correta, facilmente compreensível e acessível a todos os interessados, e uma publicidade fundada nos princípios estabelecidos neste Código de Ética;¹⁹⁵

No Manual do Programa Petrobras de Combate à Corrupção constam as seguintes previsões:

2.1. CÓDIGO DE ÉTICA DO SISTEMA PETROBRAS

(...) Nossos princípios éticos são: “o respeito à vida e a todos os seres humanos; a integridade; a verdade; a honestidade; a justiça; a equidade; a lealdade institucional; a responsabilidade; o zelo; o mérito; a transparência; a legalidade; a impessoalidade; e a coerência entre o discurso e a prática”.

Estamos comprometidos a recusar quaisquer práticas de corrupção e propina, mantendo procedimentos formais de controle e de consequências sobre eventuais transgressões ocorridas nas nossas relações com a sociedade, o governo e o Estado. (...)¹⁹⁶

(Grifo nosso)

Os esquemas de corrupção, contudo, não foram acusados pelos supostos “procedimentos formais de controle e de consequências sobre eventuais transgressões” que existiriam na companhia, mas sim pela força-tarefa da Operação Lava-Jato, parceria entre Polícia Federal e Ministério Público Federal.

Em 2012, a companhia declarou ao mercado o seguinte, em documento intitulado Relatório de Sustentabilidade:

¹⁹⁵

Disponível

em:

<<http://www.petrobras.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A12A6A3591F71410159DBD7387256A7>>. Acesso em: 30 maio 2018.

¹⁹⁶

Disponível

em:

<<http://www.petrobras.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A1935765BCCD1B9015BFDF929E2F56>>. Acesso em: 30 maio 2018.

Medidas Anticorrupção

Em 2012, não foi identificado nenhum caso de corrupção. Recusamos qualquer prática de corrupção e pagamento de propina, e utilizamos os códigos de Conduta Concorrencial e de Boas Práticas, além de seguir o Código de Conduta da Alta Administração Federal, cuja aplicação é fiscalizada pela Comissão de Ética Pública da Presidência da República.¹⁹⁷

Conforme seria revelado pelas investigações da Lava-Jato, o período mais profícuo de corrupção no seio da companhia teria justamente ocorrido no período entre 2010 e 2015¹⁹⁸.

À medida em que a Operação Lava-Jato foi avançando e que os executivos da companhia fechavam acordos de colaboração premiada, nos quais se revelavam mais operações fraudulentas, as ações de emissão da Companhia negociadas bolsa foram sofrendo forte queda, diante da percepção do mercado de que as informações financeiras fornecidas pela Companhia continham inverdades.

Portanto, a Petrobras, enquanto companhia aberta, teria transgredido as previsões constantes da Lei 1.521/51, artigo 3º, VI e X, que definem como condutas lesivas à economia popular omissão de informação relevante ou a prestação de informações não fidedignas, bem como as disposições dos demais diplomas legais e reguladores da CVM já descritos no que se refere a falha na divulgação de informações ao mercado e ao público investidor.

Pelo mesmo motivo, teria violado as já descritas disposições das Leis 4.728/65, 6.385/76 e 7.913/89, bem como as previsões das instruções normativas da CVM 358/2002, 400/2002 e 480/2009, que exigem que a companhia aberta preste aos investidores e ao mercado informações completas, amplas, claras, precisas, atuais, objetivas, adequadas, necessárias, úteis à avaliação, verdadeiras e consistentes.¹⁹⁹

É muito difícil medir em que extensão a depreciação do valor de cotação das ações ocorreu em função desses fatos e em que medida em decorrência de outros fatores econômicos e políticos que podem influenciar na oscilação do preço de uma ação negociada em bolsa, como exemplo o preço do barril do petróleo. Contudo, também não parece razoável sustentar que a baixa para perdas, no ativo imobilizado

¹⁹⁷

Disponível

em:

<<http://www.petrobras.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AF6052E409D494E0140A20C77D920F4>>. Acesso: 30 maio 2018.

¹⁹⁸ WALD, Arnoldo; Parecer. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 166.

¹⁹⁹ ACOSTA, Felipe Guerra. *Opus cit.*, p. 26.

da companhia, de cifra da ordem de R\$ 6,1 bilhões, tenha passado completamente à margem sem gerar nenhum efeito no mercado de capitais.

Modesto Carvalhosa afirma que tais práticas causaram danos diretos aos acionistas, na medida em que estes foram induzidos a erro pelas informações falsas divulgadas pela companhia:

O prejuízo individual arcado pelos Consulentes [California Public Employees Retirement System, Washington State Investment Board e NN Investment Partners] decorre da **relação entre a falta de informação fidedigna e a queda no valor de cotação das ações** de sua titularidade. Não há, como referido, **nenhuma relação necessária entre tal fato e a diminuição do patrimônio líquido da Petrobras**. Assim como não existe relação obrigatória entre a diminuição do *market value* das ações e a eventual redução ou aumento do patrimônio líquido desta companhia estatal.²⁰⁰

A queda drástica da cotação das ações da Petrobras negociadas em bolsa teria sido “uma **consequência natural, previsível, provável e necessária da omissão de fatos relevantes e a prestação de informações não fidedignas**”²⁰¹ (grifo do autor), configurando o nexo causal entre a conduta ilícita da companhia e o dano percebido pelo investidor. Por fim, arremata:

É, portanto, **objetiva** a responsabilidade da companhia aberta por falta de informação fidedigna, causando **danos aos investidores de mercado e, assim à economia popular**. Ocorrendo o dano, ele deve ser ressarcido, independentemente da verificação da culpa ou do dolo do agente que elaborou ou enviou as demonstrações financeiras para publicação, uma vez que tal omissão e/ou fornecimento de informação falsa e incompleta é sempre ilícita, em violação às leis que regulam o mercado de capitais.²⁰²

Cabe destacar, ainda segundo Modesto Carvalhosa²⁰³, que pelo fato de ser a Petrobras companhia de economia mista, recaem adicionalmente sobre ela alguns agravantes que não tocam companhias abertas cujo capital social seja detido exclusivamente por particulares. Conforme sustenta, por força do artigo 37, XIX, da Constituição Federal, as sociedades de economia mista são consideradas membros

²⁰⁰ CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 41.

²⁰¹ *Ibid.*, p. 44.

²⁰² *Ibid.*, p. 32.

²⁰³ *Ibid.*, p. 33.

da administração pública indireta, no caso da Petrobras, da União, o que a sujeitaria ao comando constitucional emanado do artigo 37, § 6º:

Art. 37. **A administração pública** direta e **indireta** de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte:

(...)

XIX – **somente por lei específica poderá ser criada** autarquia e autorizada a instituição de empresa pública, de **sociedade de economia mista** e de fundação, cabendo à lei complementar, neste último caso, definir as áreas de sua atuação;

(...)

§ 6º **As pessoas jurídicas de direito público e as de direito privado prestadoras de serviços públicos responderão pelos danos que seus agentes, nessa qualidade, causarem a terceiros**, assegurado o direito de regresso contra o responsável nos casos de dolo ou culpa.²⁰⁴

(Grifo nosso)

Segundo o Ministro Luís Roberto Barroso, a Petrobras não é pessoa jurídica de direito público e nem pessoa jurídica de direito privado prestadora de serviço público, contudo, por ser um ente estatal, deve atuar compromissada com o interesse público²⁰⁵. Para Marçal Justen Filho, a dicção desse dispositivo constitucional impede uma aplicação literal a entidades da administração pública indireta que não prestem serviço público, como a Petrobras, o que não a exime da responsabilidade objetiva por força de outros dispositivos legais²⁰⁶.

Pelo mesmo motivo, sustenta, também se sujeita ao artigo 173, § 5º da Carta Magna:

Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.

²⁰⁴ BRASIL. Constituição Federal (1988). Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 26 dez. 2017.

²⁰⁵ BARROSO, Luís Roberto. Parecer Jurídico. **Regime jurídico da Petrobras, delegação legislativa e poder regulamentar**: validade constitucional do procedimento licitatório simplificado instituído pelo decreto n. 2.745/98. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/dl/parecer-luis-robotto-barroso-procedimento.pdf>>. Acesso: 29 maio 2018.

²⁰⁶ JUSTEN FILHO, Marçal. Parecer Jurídico. **Parecer sobre a responsabilidade direta das sociedade de economia mista por danos acarretados aos investidores**. In: In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 221-2.

§ 1º A lei estabelecerá o estatuto jurídico da empresa pública, **da sociedade de economia mista** e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços, dispondo sobre:

- I - sua função social e formas de **fiscalização pelo Estado e pela sociedade**;
- II - a sujeição ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários;
- III - licitação e contratação de obras, serviços, compras e alienações, observados os princípios da administração pública;
- IV - a constituição e o funcionamento dos conselhos de administração e fiscal, com a participação de acionistas minoritários;
- V - os mandatos, a avaliação de desempenho e a responsabilidade dos administradores.

(...)

§ 5º **A lei, sem prejuízo da responsabilidade individual dos dirigentes da pessoa jurídica, estabelecerá a responsabilidade desta, sujeitando-a às punições compatíveis com sua natureza, nos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular.**²⁰⁷

(Grifo nosso)

A lei a que faz referência o art. 173, § 5º seria a Lei 7.913/89, que estabelece a ação civil pública, sem prejuízo da ação individual, como mecanismo para demandar a companhia aberta por danos causados pela prática de falha no dever de informar²⁰⁸.

Portanto, o argumento de que a lei societária não prestigia a possibilidade de propositura de ação direta por acionista em face da companhia fica ainda mais difícil de defender, ao menos no que se refere às sociedades de economia mista, como é a Petrobrás, em função dessa previsão constitucional.

4.2 REPERCUSSÕES DO CASO PETROBRAS NOS ESTADOS UNIDOS

Entre os anos de 1997 e 2016 a média de ações coletivas (*class actions*) propostas por investidores contra companhias abertas nos Estados Unidos foi de 193 por ano. Em 2017 esse número atingiu o maior volume da sua história, 412²⁰⁹ ²¹⁰.

²⁰⁷ BRASIL. Constituição Federal (1988). Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 26 dez. 2017.

²⁰⁸ CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 35.

²⁰⁹ CORNERSTONE RESEARCH, SECURITIES CLASS ACTION FILINGS, 2017 YEAR IN REVIEW. Disponível em <<https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Securities-Class-Action-Filings-2017-YIR>>. Acesso em: 8 maio 2018, Figura 4, p. 5.

²¹⁰ O caso Enron é tratado como o paradigmático em termos de fraude e prejuízos causados no mercado de capitais e sua ocorrência deu origem a uma maior regulamentação das práticas de

Em 12 de agosto de 2014, Peter Kaltman, um investidor do mercado de capitais norte-americano, protocolou perante a Corte do Distrito Sul da cidade de Nova York (*Southern District of New York*), sob jurisdição do juiz Jed S. Rakoff, o processo autuado sob n. 13 CV 9662, a primeira ação de responsabilidade civil em face da Pétroleo Brasileiro S.A. – Petrobras²¹¹.

A Petrobras, sendo companhia estrangeira perante os Estados Unidos, se utilizou de um instrumento muito comum no mercado de capitais estadunidense denominado de ADR ou *American Depositary Receipts*, os quais são recibos de depósito americano que representam ações de empresas não americanas. Essa é uma forma de companhias estrangeiras captarem recursos no mercado de capitais norte-americano.

Sem pretender repetir à exaustão, os argumentos aduzidos pelos investidores foram as falhas informacionais cometidas pela companhia, conforme já descritas no capítulo anterior, e que teriam causado dano direto aos investidores, em função da desvalorização da cotação dos papéis negociados na *NYSE – New York Stock Exchange* (Bolsa de Valores de Nova York)²¹².

Antes que fosse proferida sentença no caso, os investidores celebraram com a companhia e seus executivos acordo no valor de aproximado de USD 2,5 bilhões a serem revertidos em favor dos acionistas lesados. Os acionistas que adquiriram ações da Petrobras diretamente na bolsa brasileira não foram admitidos nesta ação.

Nesta altura, inevitável não comparar o caso Petrobras com os dois casos de fraude mais emblemáticos do mercado de capitais estadunidense envolvendo danos aos investidores por falha informacional.

mercado, especialmente para estabelecer políticas rígidas de divulgação de informações (*disclosure*) pelas companhias listadas e sua responsabilização em caso de falha no dever de informar²¹⁰, dando origem à Lei Sarbanes-Oxley (Sarbanes-Oxley Act, SOx ou Sarbox), um marco da regulamentação do setor que viria a influenciar a legislação do mercado de capitais de diversos países, incluindo o Brasil.

²¹¹ Embora o nome de Peter Kalman seja mencionado, houve uma pluralidade de partes no pólo ativo da ação. Após esta primeira iniciativa houve a propositura de outras seis *class actions* fundamentadas nas mesmas razões, o que viria a ocasionar a decisão do juiz Rakoff de consolidar todas as ações em apenas uma. Cf. ALMEIDA, André de; YOSHIDA, Natalie. Class action contra a Petrobras. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, São Paulo, vol. 3, jan./mar. 2017, p. 1-10. Os autores do artigo, membros do escritório de advocacia brasileiro Almeida Law, atuaram como advogados do processo, em parceria com o escritório americano Wolf Popper LLP. A narrativa do dia em que a ação foi protocolada em Nova York pode ser encontrada em: KAZ, Ricardo. O petróleo é deles: A história do processo de bilhões de dólares movido contra a Petrobras nos Estados Unidos. **Revista Piauí**, São Paulo, ed. 118, jul./2016. Disponível em <<http://piaui.folha.uol.com.br/materia/o-petroleo-e-deles-2/>>. Acesso em: 9 maio 2018.

²¹² ALMEIDA, André de; YOSHIDA, Natalie. Class action contra a Petrobras. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, São Paulo, vol. 3, jan./mar. 2017, p. 5.

O primeiro deles é o caso Enron (Enron Corporation), por muitos considerado a maior fraude da história do mercado de ações dos Estados Unidos e responsável pela maior quebra de confiança no mercado de valores mobiliários desde a crise de 1929, causando prejuízos financeiros a milhares de investidores.

O principal *modus operandi* do esquema fraudulento consistia na constituição de SPEs (*Specific Purpose Enterprise* ou Sociedades de Propósito Específico), de cujo capital social participavam os principais executivos da companhia, na qualidade de acionistas formalmente controladores e detentores da maioria do capital social, e própria Enron, que formalmente figurava como sócia minoritária, geralmente com participação de próxima a 3% da SPE. Diante disso, de acordo com a legislação contábil então vigente nos Estados Unidos, a Enron, por não deter participação significativa, não era obrigada a consolidar os resultados das SPE's em seu balanço, dessas, de modo que todo o prejuízo da operação ficava "escondido" nas SPE e invisível ao público investidor²¹³. A composição do capital social das SPE's também não era visível ao mercado.

A Enron, então, fraudava contratos futuros com essas empresas de fachada criadas. Não existia o serviço prestado e não existia o recurso financeiro (era apenas registrado no balanço divulgado ao mercado).

Em suma: divulgação de informações falsas em suas demonstrações financeiras relevantes o suficiente para influenciar o preço de cotação de seus papéis em bolsa.

O segundo caso é o da WorldCom.

Também emblemático e de magnitude similar ao caso Enron, consistiu igualmente na divulgação de informações falsas ao mercado investidor, mas de forma diversa da que se operava nesta última

Na WorldCom o caso foi de contabilização de ativos e passivos no balanço de forma falsa, em desacordo com os princípios contábeis vigentes, de modo de sua análise o leitor concluía que a companhia se encontrava com saúde financeira estável, o que não representava a realidade vivida pela empresa.

Em apertada síntese, em 1999 a WorldCom ocupava o posto de segunda maior empresa de telecomunicações nos Estados Unidos. A partir do início dos anos 2000,

²¹³ KUHN, J. Randel Jr.; SUTTON, Steve G. Learning from WorldCom: Implications for Fraud Detection through Continuous Assurance. **Journal of Emerging Technologies in Accounting**, Florida, v. 3, p. 62, 2006.

a receita bruta da companhia passou a sofrer reduções significativas, ao passo que as despesas só aumentavam. Com esse cenário, o preço de cotação dos papéis da WorldCom na NYSE (*New York Stock Exchange*) sofreu forte desvalorização²¹⁴.

Com o intuito de reverter esse quadro, os executivos da companhia realizaram registros fraudulentos nas demonstrações financeiras da companhia, mascarando as despesas e a redução da receita bruta, de modo a atingir resultados projetados mais favoráveis e propiciar uma valorização artificial do preço de cotação de suas ações em bolsa²¹⁵.

Novamente: divulgação de informações falsas em demonstrações financeiras relevantes o suficiente para influenciar o preço de cotação dos papéis negociados em bolsa.

Com fundamentação jurídica e alegações similares aos apresentados no caso Enron, os investidores propuseram ações em face da WorldCom, seus executivos e auditores independentes da companhia que compactuaram com o esquema de fraude²¹⁶.

Em 2005, antes que fosse proferida sentença no caso, os investidores celebraram com a companhia e seus executivos acordo no valor de 6,1 bilhões de dólares a serem revertidos em favor dos acionistas lesados²¹⁷.

Portanto, em comum entre os emblemáticos casos Enron, WorldCom e Petrobras está o cometimento de falhas informacionais por estas companhias, causando dano direto aos investidores. Nos três casos as companhias entenderam que era preferível a celebração de acordo a se aguardar o julgamento, incentivadas pela alta probabilidade de condenação em valores maiores.

²¹⁴ Idem.

²¹⁵ Idem. Em termos contábeis mais específicos, as principais “manobras” contábeis realizadas foram (i) registrar despesas operacionais como investimentos; (ii) reclassificar o valor de determinados ativos de forma irreal; (iii) baixa de despesas futuras; e (iv) alterações no saldo de reservas para contingências. Do inglês, p. 63 da obra citada: “*WorldCom management utilized various techniques to mask their financial condition, but four in particular drove the major material misstatements: (1) categorizing operating expenses as capital expenditures, (2) reclassifying the value of acquired MCI assets as goodwill, (3) including future expenses in write-downs of acquired assets, and (4) manipulating bad debt reserve calculations. The cumulative impact of the four techniques resulted in enhanced perceptions of financial position and viability by reducing the key E/R ratio and boosting overall net income from operations (see Table 1 for a summary of the effects). Each of these four techniques is explored in further detail*”.

²¹⁶ A principal empresa de auditoria envolvida foi a Arthur Andersen, à época uma das maiores do mundo e que, em função desse escândalo, viria a decretar falência mais à frente.

²¹⁷ Disponível em: <<http://www.worldcomlitigation.com/html/citisettlementm.html>>. Acesso em: 8 maio 2018.

4.3 REPERCUSSÕES DO CASO PETROBRAS NO BRASIL

A notícia da celebração de acordo pela Petrobras com investidores que adquiriram ADR's nos Estados Unidos foi recebida com um misto de revolta e esperança pelos investidores brasileiros. Revolta porque, além da desvalorização de seus papéis pelos mesmos motivos narrados na *class action* estadunidense, a indenização aos investidores estrangeiros sairia dos cofres da própria companhia, representando novo revés para sua situação financeira, de tal modo que os investidores brasileiros estariam indiretamente arcando duas vezes (“*bis in idem*”) com desfalques financeiros decorrentes dos mesmos fatos²¹⁸. A esperança decorreu da expectativa de que a Petrobras poderia ser levada a indenizar os investidores brasileiros similarmente ao que fez nos Estados Unidos.

A Petrobras, preocupada com as repercussões que a divulgação do acordo poderia gerar no Brasil, no fato relevante ao mercado incluiu nota declarando que a celebração do acordo nos Estados Unidos “não constitui reconhecimento de culpa ou de prática de atos irregulares pela Petrobras”²¹⁹.

Não obstante, houve diversas iniciativas por parte de investidores brasileiros em face da Petrobras visando a reparação dos prejuízos que teriam sofrido. Tais iniciativas, contudo, variam tanto na forma quanto no mérito.

Quanto à forma, acionistas individualmente propuseram ações perante jurisdições variadas, incluindo a Justiça Federal. Há notícias, também, da propositura de duas arbitragens coletivas perante a CAM, Câmara de Mediação e Arbitragem da Bovespa e da propositura de uma ação civil pública²²⁰.

Na ação distribuída sob n. 0043131-31.2015.4.02.5101 (2015.51.01.043131-8), proposta perante a 21ª Vara Federal do Rio de Janeiro, um investidor demandou a

²¹⁸ Sobre o tema da dupla circularidade vide capítulo anterior deste trabalho.

²¹⁹ Disponível em <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/comunicados-e-fatos-relevantes/fato-relevante-acordo-da-class-action-da-petrobras-nos-estados-unidos-recebe-aprovacao-preliminar-da>>. Acesso em 8 de maio de 2018.

²²⁰ Não é o intuito deste trabalho discutir pormenorizadamente acerca do foro competente para a propositura da ação em questão ou o seu formato. Cabe destacar, no entanto, que atualmente há intenso debate doutrinário acerca de se a cláusula arbitral inserta no estatuto social da Petrobras e que elege a CAM – Câmara de Arbitragem do Mercado (em cumprimento ao regramento do Nível 2 de listagem) como câmara arbitral competente para a resolução de litígios envolvendo a companhia, vincula todos os acionistas – ainda que não tenham expressamente aprovado a inserção do foto arbitral no estatuto social, ou não. Sobre o tema ver: <<https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/juristas-constitucionalidade-arbitragem-lei-s-a-25042018>>. Acesso em 8 de maio de 2018.

União Federal e a Petrobras objetivando a condenação das rés ao pagamento de danos materiais e morais em função das perdas havidas com o investimento em ação de cotação da companhia na Bovespa (atual B3).

Como fundamento dos pedidos alegou, em suma, que (i) o balanço relativo ao terceiro trimestre de 2014 foi publicado pela Petrobras com atraso, apenas em 28/01/2015; (ii) o referido balanço não teve o aval da auditoria independente (PwC Brasil); (iii) o lucro apresentado no período foi 38% menos que o trimestre imediatamente anterior; (iv) o balanço continha registro de ativos inflados e não provisionou as perdas as perdas estimadas com corrupção desveladas pela Operação Lava Jato; (v) os atos de corrupção praticados por prepostos e administradores são fatores que impulsionaram a desvalorização do preço de cotação do papel negociado.

Em sua defesa, a Petrobras sustentou que (i) o processo deveria ser extinto, em função de o foro competente ser o arbitral, conforme cláusula inserta no artigo 58 de seu estatuto social; (ii) o autor é parte ilegítima para figurar no polo ativo, eis que a Lei das S/A não contempla possibilidade de acionista processar sociedade empresária de que participa; (iii) é parte ilegítima para figurar no polo passivo, eis que é vítima dos atos de corrupção praticados; e (iv) que não haveria nexo de causalidade entre as condutas imputadas à Petrobras e a suposta desvalorização das ações de sua emissão negociadas no mercado.

A União Federal, a seu turno, apresentou contestação afirmando sua ilegitimidade passiva, pois não praticou os atos descritos pela parte autora que supostamente teriam ocasionado danos.

A sentença julgou o feito extinto sem apreciação do mérito, acolhendo o argumento da defesa de que a parte autora seria ilegítima, em função de os danos narrados serem indiretos. Na fundamentação, sustentou o magistrado que o dano descrito (desvalorização das ações) é indireto, eis que ocorreu como consequência da prática de atos de corrupção que causaram, diretamente, uma desvalorização da própria empresa, e apenas indiretamente uma desvalorização das ações de emissão da companhia de propriedade do acionista minoritário.

Em sede recursal, o Tribunal Regional Federal da 2ª Região manteve a decisão de primeiro grau por seus próprios fundamentos.

O que se observa deste caso concreto é que o autor atribuiu o dano experimentado aos atos de corrupção praticados pelos administradores e prepostos da Petrobras. Tais atos, segundo narra, teriam causado prejuízo direto a si.

Conforme delineado ao longo deste trabalho, no plano jurídico, o ato de corrupção em si não intitula o acionista a demandar a companhia. Isto porque o desvio de recursos realizado na Petrobras via superfaturamento de obras e aquisição de investimentos por preço superior ao de mercado, primeiramente afeta a própria companhia (dano direto) e apenas como consequência seus acionistas (dano indireto). Diante disso, esse ilícito não seria apto a ensejar a propositura da ação individual.

Enfoque diverso foi dado na ação civil pública (ACP) proposta pela Associação dos Investidores Minoritários – AIDMIN, com fundamento nas Leis Federais n. 7.347/85, n. 7.913/89 e no Código de Defesa do Consumidor, Lei n. 8.078/90. No polo passivo figurou apenas a própria companhia Petrobras, sem a inclusão de administradores ou da União Federal, sua controladora.

A ACP foi distribuída para a 6ª vara cível da comarca de São Paulo/SP e autuada sob n. 1106499-89.2017.8.26.0100.

Neste feito, conforme já descrito no capítulo anterior, o argumento apresentado pela requerente é o mesmo descrito na *class action* norte-americana: a companhia divulgou informações viciadas ao público investidor, sendo que tal descumprimento afetou diretamente o preço de cotação das ações na bolsa e aos investidores, intitulado-os à correspondente reparação a ser arbitrada pelo juízo.

A inicial descreve como as investigações conduzidas pela Operação Lava-Jato revelaram as falhas informacionais praticadas pela companhia, mas não comete o erro que se observa em outras iniciativas de investidores individuais, de atribuir aos atos de corrupção em si os causadores do dano direto aos acionistas.

Atualmente o feito encontra-se suspenso, em razão de a Petrobras ter proposto “Ação Declaratória com pedido de tutela provisória de suspensão”, autuada sob n. 1016781-47.2018.8.26.0100 e distribuída por dependência à ACP, na qual solicitou a suspensão desta em virtude da existência de cláusula arbitral no estatuto da Petrobrás.

Tem-se notícia também da propositura de procedimentos arbitrais em face da Petrobras perante a CAM – Câmara de Arbitragem do Mercado, conforme reza seu estatuto²²¹. Contudo, por se tratarem de procedimentos arbitrais estes correm em

²²¹ MAIA, Camila. Petros, Funcef e Previ aderem à arbitragem contra Petrobras. **Valor Econômico Online**. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/5192893/petros-funcef-e-previ-aderem-arbitragem-contra-petrobras>>. Acesso: 30 maio 2018.

confidencialidade, não estando disponíveis para consulta suas peças, o que impede uma análise mais aprofundada de seu conteúdo e fundamentos jurídicos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Sem a figura do investidor o mercado de capitais simplesmente não existiria. É o investidor que, fazendo uso de seu capital acumulado, aloca-o no mercado, mediante a aquisição de valores mobiliários de companhias que dele necessitam para desenvolver suas atividades e, em última instância, a economia nacional.

Não obstante, de forma paradoxal, não temos no Brasil mecanismos eficientes para ressarcimento de prejuízos causados a esses investidores. Assim, aquele que mais deveria ser protegido – o investidor – é, em realidade, desprezado, o que pode facilmente ser percebido a partir de um único caso de ressarcimento de danos a investidores decorrentes de falha no dever de informar no mercado de capitais brasileiro.

A partir de uma leitura sistêmica da legislação e regulação brasileira, o que se verifica é que temos um regramento que claramente repudia a divulgação de informações viciadas e normas regulatórias da CVM que sujeitam a companhia listada a rigoroso regime informacional, o que deixa ainda mais instigante a pergunta de porquê não há reparação a investidores em nosso país quando rigorosamente demonstrado que a companhia cometeu ilícito informacional e que tal ilícito causou efetivamente dano.

Ao que parece, temos um problema de *enforcement* público. A expectativa de que o *enforcement* privado preencheria tal deficiência, contudo, não se confirma no que se refere à proteção do investidor. O fato de a companhia listada aderir a regime especial de listagem, como o *Novo Mercado*, não se traduz em maior proteção ao investidor do que a regulação normal a que se sujeita companhia pertencente ao segmento *Básico*.

Ora, então o que justifica a ineficácia do sistema de reparação de danos causados ao investidor do mercado de capitais em virtude de falha do dever de informar?

A partir da análise da fundamentação constante de iniciativas judiciais de reparação intentadas por investidores da Petrobras no Brasil – não obstante questões particulares de cada caso, como a demonstração de ocorrência de dano direto ou indireto e de legitimidade ativa/passiva – arrisca-se as seguintes possibilidades de resposta: (i) a não compreensão, pelos magistrados, do modo de funcionamento do mercado de capitais e sua influência na economia sistêmica; e (ii) a um conceito

arraigado no Brasil, que remonta a tempos coloniais, de que o mercado de capitais é um mercado de risco e ponto. O investidor, se decidiu alocar recursos nesse ambiente de risco, teria supostamente “comprado” todo e qualquer risco que daí advenha, incluindo os decorrentes de ilícitos como a divulgação de informações falsas.

Não parece ser essa a intenção da legislação brasileira, que desde o comando constitucional às regras de autarquias como a CVM, passando pela legislação infraconstitucional aplicável, tem em alta conta o princípio da boa-fé, como um dos pilares das relações em um Estado de Direito que optou por privilegiar o livre mercado.

Tal estado de coisas deixa desamparada a figura mais importante do mercado de capitais, o que, segundo visto, tem o condão de minar o nível de confiança do investidor do mercado de capitais brasileiro – que apesar de ter crescido nos últimos anos, ainda está muito abaixo do potencial econômico que um país de duzentos milhões de habitantes possui.

Por outro lado, a espinhosa questão envolvendo a possível proliferação de ações individuais no mercado de capitais também não está resolvida. Como permitir que diversos investidores proponham medidas individuais, em jurisdições distintas e que podem conduzir a resultados distintos se, diferentemente da legislação norte-americana, não possuímos um regime que vincule todos os acionistas de determinado período (*opt-in / opt-out*)?

A partir da reflexão aqui proposta, espera-se contribuir para estudos sobre o mercado de capitais brasileiro e mecanismos que possam equilibrar conceitos como risco inerente ao mercado, de um lado, e reparação de abusos, de outro, rumo a um desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, essencial para seu desenvolvimento econômico.

REFERÊNCIAS

ABRÃO, Carlos Henrique. Responsabilidades dos diretores estatutários. In: Revista de Direito Bancário RDB 8/2000, abr.-jun.2000 apud WALD, Arnaldo (Org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, v. 8. (Coleção Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial).

ABRÃO, Carlos Henrique. Ação coletiva e os acionistas minoritários. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 14 jul. 2016. Opinião. Disponível em: <<http://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,acao-coletiva-e-os-acionistas-minoritarios,10000062792>>. Acesso em: 18 abr. 2018.

ACOSTA, Felipe Guerra. **O dano aos investidores em casos de fraude ao mercado de capitais**: uma análise da jurisprudência brasileira à luz da Teoria dos Mercados Eficientes. 2016. Monografia (Graduação em Direito). Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Disponível em <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/18711>>. Acesso em 25 dez./2017.

AGUILAR FILHO, Hélio Afonso de. **Enraizamento social do mercado no Brasil**: uma abordagem a partir da economia política institucionalista e dos intérpretes do Brasil. Disponível em: <https://www.anpec.org.br/sul/2016/submissao/files_l/i1-e57d17cfed561ae9608d3656fa90c090.doc>. Acesso: 27 maio 2018.

AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. **O ativismo acionário dos investidores institucionais e a governança corporativa nas companhias abertas brasileiras**: a análise jurídica da economia do mercado de capitais. 261f. Tese (Doutorado em Direito), Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2011.

ALMEIDA, André de; YOSHIDA, Natalie. Class action contra a Petrobras. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, São Paulo, vol. 3, jan./mar. 2017, p. 1-10.

ALMENDRA FREITAS, Cinthia Obladen de. Uma viagem por meio da informação: de Gutenberg a Zuckerberg. In: GONÇALVES, Oksandro; FOLLONI, André; SANTANO, Ana Cláudia (coord.). **Direito econômico & socioambiental**: por interconexões entre o desenvolvimento e a sustentabilidade – Anais do Seminário de Integração do Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Curitiba: Íthala, 2016, p. 311-42.

ALONSO, Paulo Sergio Gomes. Pessoas Jurídicas. Pessoas jurídicas. **Revista de Direito Empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, vol. 14, mar./abr. 2016, p. 33-53.

ARAUJO, Victor Hugo Cardoso. Regulamentação da informação no Mercado de Capitais. **Revista de Direito Privado**. Vol. 62, ano 16. São Paulo: Revista dos Tribunais, abr.-jun. 2015, p. 151-164.

ARMOUR, John; SCHMIDT, Caroline. Building enforcement capacity for brazilian corporate and securities law. **European Corporate Governance Institute Working**

Paper Series in Law. Law working paper n. 344/2017, fev./2017. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract_id=2901698>. Acesso em: 22 dez. 2017.

BARRAL, Welber. Direito e desenvolvimento: um modelo de análise. In: BARRAL, Welber (org.). **Direito e desenvolvimento**: análise da ordem jurídica brasileira sob a ótica do desenvolvimento. São Paulo: Singular, 2005, p. 31-60.

BARROS, Denise Pereira. **Poder e capacidade de enforcement em políticas públicas**: uma análise dos programas de eficiência energética. Disponível em: <<http://www.eg.fjp.mg.gov.br/index.php/docman/publicacoes-2004/103-governanca-e-accountability-algumas-notas-introductorias>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

BARROSO, Luís Roberto. Parecer Jurídico. **Regime jurídico da Petrobras, delegação legislativa e poder regulamentar**: validade constitucional do procedimento licitatório simplificado instituído pelo decreto n. 2.745/98. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/dl/parecer-luis-roberto-barroso-procedimento.pdf>>. Acesso: 29 maio 2018.

BOTREL, Sérgio. Fusões e Aquisições: regime jurídico das negociações e sua documentação. In: **Direito Societário**: análise crítica. BOTREL, Sérgio (Coord.). São Paulo: Saraiva, 2012, p. 157-185.

BOVESPA – BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **O mercado de capitais**: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. [S.l.], [entre 1995 e 2005].

BOVESPA – BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **[S. título]**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D0976069F0D701606FEEC81D2597>>. Acesso em 28 maio 2018.

BRANDELLI, Leonardo. A eficiência econômica como instrumento de racionalidade no Direito. **Revista dos Tribunais**. Ano 100, vol. 913, novembro/2011, p. 137-174.

BRASIL. Código Civil (Lei 10.406/2002). Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm>. Acesso em: 12 maio 2018.

BRASIL. Código de Processo Civil (Lei n. 13.105/2015). Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm>. Acesso em: 8 maio 2018.

BRASIL. Constituição Federal (1988). Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 26 dez. 2017.

BRASIL. Lei n. 1.521/51. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l1521.htm>. Acesso em: 16 maio 2018.

BRASIL. Lei n. 2.004/53. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L2004.htmimpressao.htm>. Acesso em: 29 maio 2018.

BRASIL. Lei n. 4.728/64. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4728.htm>. Acesso em: 16 maio 2018.

BRASIL. Lei n. 7.913/89. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L7913.htm>. Acesso em: 16 maio 2018.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Apelação Cível n. 0043131-31.2015.4.02.5101 (2015.51.01.043131-8). Rel. Roy Reys Friede, Turma Espec. III - Administrativo e Cível, j. 23/09/2014, DJe 06/11/2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 1214497/RJ, Rel. Ministro João Otávio de Noronha, Rel. p/ Acórdão Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, j. 23/09/2014, DJe 06/11/2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 1014496/SC, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, j. 04/03/2008, DJe 01/04/2008.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Turma, Recurso Especial 586316-MG, rel. Min. Herman Benjamin, j. 17.04.2007, v.u. DJU 19.03.2009.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.335.619/SP, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, j. 03/03/2015, DJe 27/03/2015.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 180301 SP 1998/0048146-0. Rel. Ministro Gilson Dipp, Quinta Turma, j. 19/08/1999, DJ 13/09/1999.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 1349223 SP 2012/0079409-1, Rel, Ministra Assusete Magalhães, j. 30/11/2017, DJ 04/12/2017.

BRASIL. TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Apelação 1089065-29.2013.26.0100, Rel, Ramon Mateo Júnior, j. 10.04.2015.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Crescimento e desenvolvimento econômico**. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/Papers/2007/07.22.CrescimentoDesenvolvimento.Junho19.2008.pdf>>. Acesso em: 27 maio 2018.

BRUSCATO, Wilges. A proteção judicial aos investidores no mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Comparado e do Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano 8, n. 28, abril-junho de 2005, p. [135-55].

BULGARELLI, Waldírio. **A teoria jurídica da empresa**: análise jurídica da empresarialidade. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

B3. Disponível em <http://www.b3.com.br/pt_br/>. Acesso: 25 maio 2018.

Disponível em
<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D09760E4405D0160FB5B1BA3371D>>. Acesso em: 29 maio 2018.

CAMARGO, André Antunes Soares de. Novo desafio da regulação do mercado de capitais brasileiro: a divulgação de informações. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 38, out-dez/2007, p. 99-121.

CANOTILHO, José Joaquim Gomes; MOREIRA, Vital. **Constituição da república portuguesa anotada**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. 4. ed., vol. I.

CARNELUTTI, Francesco *apud* ABBUD, André de Albuquerque Cavalcanti. **O conceito de terceiro no processo civil**. Disponível em
<http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67648>>. Acesso em: 12 dez. 2018.

CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores**: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 27-47.

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. A actio pro socio. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e (Org.). **Direito Societário Contemporâneo II**. São Paulo: Malheiros Editores Ltda., 2015.

CASTRO, Pedro Ernesto de; ROMIN, Mateus Matos. **O “double circularity problem” e a transferência de renda entre EUA e Brasil no caso Petrobras**. Disponível em
<https://sociologiajuridica.wordpress.com/2015/03/18/o-double-circularity-problem-e-a-transferencia-de-renda-entre-eua-e-brasil-no-caso-petrobras/>>. Acesso em: 4 maio 2018.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Parecer Jurídico**. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores**: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 175-202.

CVM. Instrução 358/2002. Disponível em
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso: 29 maio 2018.

CVM. Instrução 400/2003. Disponível em:
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>>. Acesso em: 29 maio 2018.

CVM. Instrução 480/2009. Disponível em:
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em: 29 maio 2018.

EDITORS. **Distinguishing Between Direct and Derivative Shareholder Suits**, 110 U. PA. L. REV. 1147 (1962), p. 1148. Disponível em:
https://scholarship.law.upenn.edu/penn_law_review/vol110/iss8/5>. Acesso em: 6 maio 2018.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FAMA, Eugene F. **Efficient Capital Markets**: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association. Nova York: 1970, p. 383. Disponível em: <<http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf>>. Acesso em: 9 maio 2018.

FERRAZ, João Carlos et al. **Liberalização econômica e desenvolvimento**. São Paulo: Futura, 2003.

FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. Direito da concorrência e *enforcement* privado na legislação brasileira. In: **Revista de Defesa da Concorrência (RDC)**. Vol. 1, n. 2, nov./2013, p. 11-31.

FGV ENERGIA. **Cadernos FGV Energia**. Rio de Janeiro, out./2015, ano 2, n. 4.

FISCH, Jill E. **Confronting the Circularity Problem in Private Securities Litigation (2009)**. University of Pennsylvania Law School. Faculty Scholarship. Paper 264. Disponível em <http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/264>. Acesso em: 4 maio 2018.

FORGIONI, Paula Andrea. **A evolução do direito comercial brasileiro**: da mercancia ao mercado. 3 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

FOX, Merrit. **Securities Class Actions Against Foreign Issuers**, 64 STAN. L. REV. 1173, 1189-90 (2012), 1237. Disponível em <<http://www.stanfordlawreview.org/wp-content/uploads/sites/3/2012/06/Fox-64-Stan-L-Rev-1173.pdf>>. Acesso em: 5 maio 2018.

FRAZÃO, Ana. **Companhias abertas e ações de indenização movidas por investidores**. Disponível em <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/companhias-abertas-e-acoes-de-indenizacao-movidas-por-investidores-21022018>>. Acesso em: 12 abril 2018.

FREDERICK, Richard. **Disclosure**: a corporate governance tool that really works?. Disponível em: <<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1920852.pdf>>. Acesso: 23 abr. 2018.

FURTADO, Celso. **Teoria e política do desenvolvimento econômico**. 10 ed. São Paulo: Paz e Terra, 2000.

GIBRAN, Sandro Mansur. **Desenvolvimento socioeconômico e instrumentos de efetiva proteção do consumidor**: atuação judicial e administrativa. 129f. Tese (Doutorado em Direito), Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2009.

_____; VIANNA, Gabriel Russi. **O administrador, a sociedade anônima e sua responsabilidade social e coletiva.** Disponível em <<http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=ba51e6158bcaf80f>>. Acesso em: 15 abr. 2018.

GOMES, Orlando. Em tema de sociedade anônima. Revista dos Tribunais 429/1971, jul/1971. In: WALD, Arnaldo (org.). In: **Direito empresarial: sociedades anônimas**, v. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 101-113.

GONÇALVES, Oksandro. **A relativização da responsabilidade limitada dos sócios.** Belo Horizonte: Fórum, 2011.

GORGA, Érica. **The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: The Case of Brazilian Corporations and the “Double Circularity” Problem in Transnational Securities Litigation.** Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2522580>. Acesso em: 5 de maio 2018.

GUTIERREZ, Marcelle. Ações da Petrobras passam a ser negociadas no Nível 2 da B3. **Valor Econômico Online.** Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/5523343/acoes-da-petrobras-passam-ser-negociadas-no-nivel-2-da-b3>>. Acesso: 30 maio 2018.

HELGESEN, Sally. It's all Cass Sunstein's default. **Strategy+business**, Nova York, n. 88, autumn/2017, p. 46-57.

JUSTEN FILHO, Marçal. Parecer Jurídico. **Parecer sobre a responsabilidade direta das sociedade de economia mista por danos acarretados aos investidores.** In: In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. *Opus cit.*, p. 203-77.

KAZ, Ricardo. O petróleo é deles: A história do processo de bilhões de dólares movido contra a Petrobras nos Estados Unidos. **Revista Piauí**, São Paulo, ed. 118, jul./2016. Disponível em <<http://piaui.folha.uol.com.br/materia/o-petroleo-e-deles-2/>>. Acesso em: 9 maio 2018.

KLEINBERGER, Daniel. **Direct vs. Derivative, or "What's a Lawsuit Between Friends in an 'Incorporated Partnership'?"** (1996). Faculty Scholarship. Paper 223. Disponível em: <<http://open.mitchellhamline.edu/facsch/223>>. Acesso em: 6 maio 2018.

KUHN, J. Randel Jr.; SUTTON, Steve G. Learning from WorldCom: Implications for Fraud Detection through Continuous Assurance. **Journal of Emerging Technologies in Accounting**, Florida, v. 3, p. 62, 2006.

LAMARÃO, Sérgio Tadeu de Niemeyer e MOREIRA, Regina da Luz. **E ele voltou... o Brasil no segundo governo Vargas.** Disponível em: <<http://cpdoc.fgv.br/producao/dossies/AEraVargas2/artigos/EleVoltou/Petrobras>>. Acesso em: 26 maio 2018.

LAMY FILHO, Alfredo. A empresa, os minoritários e o mercado de capitais. Revista de Direito Bancário, RDB 9/2000, jul.-set./2000 apud WALD, Arnaldo (org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, v. 8., p. 71-7 (Coleção Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial).

_____; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). **Direito das companhias**. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 909-10.

LATIMER, Paul; MAUME, Philipp. **Promoting Information in the Marketplace for Financial Services**: Financial Market Regulation and International Standards. Disponível em: <http://www.researchgate.net/publication/312812802_Disclosure_of_Financial_and_Non-financial_Information_in_the_Marketplace#>. Acesso em: 25 dez. 2017.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **A responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e arbitragem**. In: Revista de Arbitragem, vol. 50, julho – setembro 2016, p. [3-23].

LOBO, Jorge. **Direitos dos acionistas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LUCCHESI, Celso Fernando. Petróleo. Estudos Avançados: 2008, vol. 12, n. 33, p. 17-40. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ea/v12n33/v12n33a03.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2018.

MAIA, Camila. Petros, Funcef e Previ aderem à arbitragem contra Petrobras. **Valor Econômico Online**. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/5192893/petros-funcef-e-previ-aderem-arbitragem-contra-petrobras>>. Acesso: 30 maio 2018.

MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro. O dano direto ao acionista minoritário na ação de responsabilidade do administrador de S/A: Estudo de Casos e Direito Comparado. In: **Revista Semestral de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Renovar, julho/dezembro 2008, n.3. p. 21-54.

MARTINEZ, Ana Paula. Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais. **Revista de Direito Comparado e do Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano 8, n. 28, abril-junho de 2005, p. 95-109.

MATTOS, Eduardo da Silva. **O que a crise do supprime ensinou ao direito?: evidências e lições do modelo concorrencial e regulatório brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2015.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. São Paulo: FGV, 2015, vol. 1, tomo 1.

MAZEAUD, Henri e Léon *apud* PINHO, Luciano Fialho de. **A ação de responsabilidade civil proposta em face dos administradores de sociedades anônimas**. Dissertação (Mestrado em Direito). UFMG: Belo Horizonte, 2000.

MENEZES DIREITO, Carlos Alberto. **Estudos de direito público e privado**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

MITIDIERO, Daniel. **Precedentes**: da persuasão à vinculação. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

MORSE, Susan C. **Government-to-robot enforcement**. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3143716>. Acesso em: 30 abr. 2018.

NERY JUNIOR, Nelson. **Soluções Práticas de Direito**: direito público: direito constitucional: direito administrativo: direito de informação: direito tributário: direito bancário. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, vol.1.

NERY JUNIOR, Nelson. Pareceres. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

OCDE – ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **The knowledge-based economy**. Disponível em <<https://www.oecd.org/sti/sci-tech/1913021.pdf>>. Acesso em 23 maio 2018.

OLIVEIRA, Fernão Justen de. **A responsabilidade civil das empresas estatais**. Disponível em <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-do-justen/a-responsabilidade-civil-das-empresas-estatais-22092017>>. Acesso em: 15 abril 2018.

PARENTE, Norma Jonssen. Introdução. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, v. 6 (Coleção tratado de direito empresarial).

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PINHO, Diva Benevides. **A racionalidade econômica**: abordagem histórica. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/revhistoria/article/download/78556/82611>>. Acesso em 16 maio 2018.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado**. São Paulo: [Saraiva], 2012, tomo 1.

_____. **Tratado de Direito Privado**. [São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, tomo 49].

PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento de investidores. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores**: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 365-427.

_____. *et al.* Decisões da CVM em matéria societária no período de 2000 a 2006. In: WALD, Arnaldo (Org). **Direito Empresarial: sociedades anônimas.** São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial.** 31. ed., vol. 1. São Paulo: Saraiva, 2012.

REZENDE, Christiane Leles; ZYLBERSZTAJN, Decio. Quebras contratuais e dispersão de sentenças. In: **Rev. Direito GV [online]**. 2011, vol.7, n.1, pp.155-176. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1808-24322011000100008&script=sci_abstract&lng=pt>. Acesso em: 24 maio 2018.

RUYZ, Mayte de Miguel; VASCO, José Alexandre Cavalcanti. Aspectos gerais do enforcement em matéria de proteção do investidor. In: **A Proteção do Investidor nos Países Ibero-Americanos.** Madrid: Fundação Instituto Ibero-americano de Mercados de Valores (IIMV), 2013. Disponível em: <<http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/11/Capitulo1.pdf>>. Acesso em: 29 abr. 2018.

SALAMA, Bruno Meyerhof. Sete enigmas do desenvolvimento em Douglass North. In: DIMOULIS, Dimitri; VIEIRA, Oscar Vilhena (orgs.). **Estado de direito e o desafio do desenvolvimento.** São Paulo: Saraiva, 2011, p. 21-57 (Coleção direito, desenvolvimento e justiça).

SANTIAGO, Márcia Andrade. **A responsabilidade de administrador de sociedade anônima.** Disponível em: <<http://revistas.ufpr.br/direito/article/download/1774/1471>>. Acesso em: 15 abr. 2018.

SCHAPIRO, Mario Gomes. Estado, economia e Sistema financeiro: bancos públicos como opção regulatória e como estrutura de governança. In: **Agenda contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil, tomo 2.** LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua (coord.). São Paulo: Saraiva, 2012 (Série GV Law), p. 120-153.

TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Apelação 1089065-29.2013.26.0100, Rel, Ramon Mateo Júnior, j. 10.04.2015.

TONIN, Mayara Gasparoto; ISFER, Mayara Roth; Apontamentos sobre a efetividade do sistema de aplicação da lei (enforcement) no mercado de valores mobiliários brasileiro. **Revista de Direito Empresarial.** São Paulo: Revista dos Tribunais, vol. 9, maio-jun./2015, p. 263-295.

VASCONCELOS, Pedro Pais de. Responsabilidade civil dos gestores das sociedades comerciais. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários.** São Paulo: Almedina, maio/2017, p. 13-38.

VENTURI, Thaís Goveia Pascoaloto. **Responsabilidade civil preventiva: a proteção contra a violação dos direitos e a tutela inibitória material.** São Paulo: Malheiros, 2014.

_____. A análise econômica da responsabilidade civil. In: ARAÚJO, Fernando et al. (org.). **Em busca dos caminhos jurídicos e econômicos para a superação da crise.** Curitiba: PUCPRes, 2016, p. 239-64.

WALD, Arnaldo. Considerações sobre a responsabilidade das companhias abertas no Direito brasileiro. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. Edição comemorativa pelos 40 anos da Lei n. 6.404/76. São Paulo: Almedina, nov/2016, p. 11-52.

_____. WALD, Arnaldo; ARAÚJO. Parecer. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores**: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 83-171.

_____; ARAÚJO, Theodoro. Prefácio. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores**: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 11-19.

WHETTEN, David A.; MACKEY, Alison *apud* CALEGARI, Izabela Parnaíba. **Os efeitos da reputação corporativa no custo de capital próprio em empresas brasileiras listadas**. 2014. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN). Disponível em <http://repositorio.unb.br/bitstream/10482/16006/1/2014_IzabelaParanaibaCalegari.pdf>, Acesso: 29 maio 2018.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

ZINGALES, Luigi. **The Future of Securities Regulation**. Journal of Accounting Research. Vol. 47 No. 2. Chicago: May 2009. Disponível em: <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/the_future_of_securities_regulation.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2018.

Considerar Petrobras vítima da corrupção é rasgar leis, diz advogada'. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 14/08/2015, Mercado. Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/08/1668646-considerar-petrobras-vitima-da-corrupcao-e-rasgar-leis-diz-advogada.shtml>>. Acesso em: 5 maio 2018.

<<http://www.cvm.gov.br/menu/internacional/organizacoes/iosco.html>>. Acesso em: 18 abr. 2018.

<<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

BIBLIOGRAFIA

ACCIARRI, Hugo A. **Elementos da análise econômica do direito de danos**. Coordenação da edição brasileira: Marcia Carla Pereira Ribeiro. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014.

BARBOSA, Henrique Cunha. Responsabilidade de administradores e controladores: o “Caso Sadia” numa incursão “guerreiriana” para além do dever de diligência e da ação social. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de et al (coord.). **Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

AGUIRRE, João Ricardo Brandão. **Responsabilidade e informação**: efeitos jurídicos das informações, conselhos e recomendações entre particulares. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

ÁVILA, Leonardo Vieira. **Alienação do estabelecimento empresarial e a assimetria informacional**: A tutela da boa-fé objetiva e seus deveres colaterais à luz da experiência consumerista. 157 f. Dissertação (Mestrado em Direito), Centro Universitário Curitiba, Curitiba, 2011.

BARBIERI, Fábio. **A economia do intervencionismo**. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2013.

BULGARELLI, Waldirio. **O novo direito empresarial**. Rio de Janeiro: Renovar, 1999.

CATEB, Alexandre Bueno. Aspectos da lei societária à luz da Escola de Direito e Economia. In: **Meritum**: revista de direito da Universidade FUMEC/Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde, v. 12, n.1 (Jan./Jun. 2017). Belo Horizonte: 2017, p. 120-136.

COELHO, Fábio Ulhoa. Direito à informação do acionista e a suspeita de corrupção. In: **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários** (edição comemorativa pelos 40 anos da Lei n. 6404/76). Coordenação: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França; Nelson Eizirik. São Paulo: Almedina, nov./2016, p. 53-66.

COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª ed. rev. atual. e corr. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1983.

COOTER, Robert; ULLEN, Thomas. **Direito & economia**; trad. Luis Marco Sander, Francisco Araújo da Costa. 5 ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

CORNERSTONE RESEARCH, SECURITIES CLASS ACTION FILINGS, 2017 YEAR IN REVIEW. Disponível em: <<https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Securities-Class-Action-Filings-2017-YIR>>.

CRUZ, Vitor André Lopes da Costa. Riscos societários na Nova Lei Anticorrupção – A transferência e a assunção de responsabilidades a sociedades, sócios e

administradores. In: **Estudos aplicados de direito empresarial: societário**. Ana Cristina Kleindienst (coord.). São Paulo: Almedina, 2016.

CUNHA, Paulo Olavo. Corporate & Public Governance nas sociedades anônimas: primeira reflexão. In: **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. Coordenação: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França; Nelson Eizirik. São Paulo: Almedina, maio/2016, vol. 3, p. 209-232.

EINSENBURG, Melvin Aron. **Corporations and other business organizations**. 8. ed. New York: Foundation Press, 2000.

ESCUDEIRO, Rosemeire Aparecida Avila. **As formas de empresas no ordenamento jurídico dos Estados Unidos**. 141 f. Monografia (Graduação) – Curso de Direito, Faculdade de Direito de Curitiba, Centro Universitário Curitiba, Curitiba, 2005.

ESCUTI; Ignacio A.; MOSQUERA, Beatriz Mansilla de. Derecho de información del accionista. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano XXVII, n. 70, abril-junho/1988, p. 15-31.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Direito societário: gestão e controle**. São Paulo: Saraiva, 2008.

FIUZA, César; SILVA, Helton Júnio da. Compliance e integridade corporativa sob a perspectiva da análise econômica do Direito. In: **Análise econômica e estratégica do Direito**. SZTAJN, Rachel et al (Orgs.). Coleção Instituições Sociais, Direito e Democracia, vol. 9, Coord. Maria Tereza Fonseca Dias. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016, p. 77-107.

FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Direito empresarial II : sociedade anônima : mercado de valores mobiliários**. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014

GALLO, Giovanna Mazetto. As ofertas públicas. *Revista de Direito Bancário*, RDB 34/2006, out.-dez./2006 apud WALD, Arnoldo (org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. Coleção Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial, v. 8. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 565-600.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na constituição de 1988: interpretação e crítica**. 16. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

HATANAKA, Alex S. Limites da confidencialidade na arbitragem envolvendo sociedades por ações de capital aberto. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. São Paulo: Almedina, vol. 3, maio/2016, p. 111-146.

KRAFT, Dan M. Governança corporativa: entre convergência e originalidade. In: **Direito Societário: análise crítica**. Sérgio Botrel (coordenador). São Paulo: Saraiva, 2012, p. 188-216.

LABRUNA, Vivian. A influência da governança corporativa no direito societário brasileiro moderno. **Revista de Direito Empresarial**, Curitiba, Juruá, n. 8, p. 171-189, jul./dez. 2007.

LAMY FILHO, Alfredo. **A empresa, os minoritários e o mercado de capitais**. Revista de Direito Bancário, RDB 9/2000, jul.-set./2000 apud WALD, Arnoldo (org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. Coleção Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial, v. 8. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 71-77.

LEMES, Selma Maria Ferreira. **Arbitragem e Sociedade de Economia Mista**. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de et al (coord.). **Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 831-60.

LOPES, Rénan Kfourri. **A responsabilidade civil do Estado como acionista controlador pelo abuso de poder de controle nas sociedades de economia mista**. Disponível em <<http://www.rkladvocacia.com/responsabilidade-civil-do-estado-como-acionista-controlador-pelo-abuso-de-poder-de-controle-nas-sociedades-de-economia-mista/>>. Acesso em 27 dez./2017.

MACHLUP, Fritz. **The production and distribution of knowledge in the United States**. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1962. Disponível em <<http://www.wertewirtschaft.org/static/literatur/Buch/machlup-production-and-distribution-of-knowledge-in-the-us.pdf>>. Acesso em: 25 dez./2017.

_____. **The stock Market, credit and capital formation**. Londres: William Hodge and Company, Limited, 1940. Disponível em <https://mises.org/system/tdf/Stock%20Market%2C%20Credit%2C%20and%20Capital%20Formation_4.pdf?file=1&type=document>. Acesso em: 25 dez./2017.

MALLOY, Robin Paul. **Derecho y economia de mercado**. Tradução de Carmen Albaladejo, María Cristóbal y Esteban Flamini. Madrid: Marcial Pons, 2007.

MARGONI, Anna Beatriz Alves; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. Exercício abusivo do poder de controle e o dever de reparar o dano. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de et al (coord.). **Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 475-93.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no processo obrigacional**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

MATIOTTI, Elisa. **Responsabilidade civil por danos a direitos difusos e coletivos**. 69 f. Monografia (Graduação) – Curso de Direito, Faculdade de Direito de Curitiba, Centro Universitário Curitiba, Curitiba, 2003.

MAYSON, Stephen W; FRENCH, Derek; RYAN, Christopher L. **Company law**. 19. ed. New York: Oxford University Press, 202.

MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha e. **Da boa-fé no direito civil**. Coimbra: Almedina, 2007.

NUSDEO, Fábio. A constituição econômica: uma análise evolutiva. In: ESTEVES, André Fernandes; JOBIM, Marcio Felix (org.). **Estudos de direito empresarial: Homenagem aos 50 anos de docência do Professor Peter Walter Ashton**. São Paulo: Saraiva, 2012.

PITTA, André Grünspun. **As funções da informação no mercado de valores mobiliários: Uma reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto às companhias abertas brasileiras**. 386 f. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

POMPEU, Ivan Guimarães e outros (coord.). **Estudos sobre negócios e contratos: uma perspectiva internacional a partir da análise econômica do direito**. São Paulo: Almedina, 2017.

POPP, Carlyle. **Responsabilidade civil pré-negocial: o rompimento das tratativas**. Curitiba: Juruá, 2001.

PRADO, Vivianne Muller. **Não custa nada mentir. Ressarcimento de investidores**. Disponível em <<https://works.bepress.com/viviane-muller-prado/4/>>. Acesso em: 30 nov. 2017.

_____ ; SALAMA, Bruno Meyerhof. **Legal protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence**, 4 Journal of Civil Law Studies, Louisiana State University, 2011. Disponível em <<http://digitalcommons.law.lsu.edu/jcls/vol4/iss1/6>>. Acesso em 25 dez./2017.

PRATA, Ana. Situação atual da responsabilidade civil: apreciação dos direitos português e brasileiro. Direito privado, constituição e fronteiras: encontros da Associação Luso-Alemã de Juristas no Brasil. GRUNDMANN, Stefan et al (org.), 2 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014, p. 333-350.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

REYES, Francisco. **Direito Societário Americano: estudo comparativo**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; LIMA, Solange Afonso de. Estado empresário: considerações sobre as sociedades de economia mista. **Revista de Direito Empresarial**, Curitiba, Juruá, n. 10, p. 11-42, jul./dez. 2008.

ROTHBARD, Murray N. **Governo e mercado: a economia da intervenção estatal**. Tradução de Márcia Xavier de Brito e Alessandra Lass. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2012.

RUDER, David; SUN, Yuji; SYCZ, Areck. **The Securities and Exchange Commission's Pre- and Post-Enron Responses to Corporate Financial Fraud: An Analysis and Evaluation**, 80 Notre Dame L. Rev. 1103 (2005). Disponível em: <<http://scholarship.law.nd.edu/ndlr/vol80/iss3/8>>.

SANTOJA, Aldo Olcese. **El capitalismo humanista**. Madrid: Marcial Pons, 2009.

SANTOS, Raquel Regina dos. **Bolsa de valores e o Novo Mercado**. 56 f. Monografia (Graduação) – Curso de Direito, Faculdade de Direito de Curitiba, Centro Universitário Curitiba, Curitiba, 2005.

SIMONSEN, Mario Henrique; FARO, Clovis de. **Escolha envolvendo risco: duas aplicações no mercado de títulos**. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/viewFile/327/6899>>. Acesso em: 24 dez. 2017.

SZTAJN, Rachel. Direito Societário e Informação. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de et al (coord.). **Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

TELLERY, Marina. L'information des sociétés cotées et non cotées: une évolution certaine, de nouveaux risques probables. **Revue de Droit Commercial et de Droit Économique**, Paris, n. 1, p.17-34, jan./mar. 2007.

TOMAZETTE, Marlon. **Direito societário e globalização: rediscussão da lógica público-privada do direito societário diante das exigências de um mercado global**. São Paulo: Atlas, 2014.

TOMAZETTE, Marlon. A teoria da aparência e as sociedades. **Revista de Direito Empresarial**, Curitiba, Juruá, n. 5, p. 9-30, jan./jun. 2006.

VERSIGNASSI, Alexandre. **Crash: uma breve história da economia: da Grécia Antiga ao século XXI**. 2 ed. São Paulo: Leya, 2015.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. Sem crise aos 40: a CVM em breve passeio pela memória. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários** (edição comemorativa pelos 40 anos da Lei n. 6404/76). São Paulo: Almedina, 2016, p. 217-249.

WALD, Arnaldo. **Estudos e pareceres de direito Comercial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1979, vol. II.